

## Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HSX: KBC) Giai đoạn tăng trưởng mới

- Năm 2025, lợi nhuận (LN) ròng tăng hơn 5 lần trên mức nền thấp nhờ diện tích đất KCN bàn giao gấp 4 lần cùng kỳ năm trước;
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 tăng 6%/31% svck nhờ chính sách mới về thu hút vốn vào lĩnh vực công nghệ cao sẽ kích cầu cho ngành KCN và ghi nhận bán buôn lớn tại KĐT Tràng Cát;
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 39,700 đồng/CP.

### KQKD năm 2025 tăng trưởng tích cực

Bất chấp rủi ro từ chính sách thuế quan của Mỹ, KBC vẫn ghi nhận KQKD năm 2025 ấn tượng nhờ tiến độ bàn giao đất KCN tích cực. Doanh thu tăng 141% svck, trong đó doanh thu cho thuê đất KCN tăng 250% svck và doanh thu BĐS nhà ở tăng 61% svck. Diện tích đất bàn giao đạt 123 ha, chủ yếu ở CCN tại Hưng Yên (93.6 ha) và KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh (26.3 ha). Nhờ đó, LN ròng tăng gấp 5.5 lần cùng kỳ, đạt 2,104 tỷ đồng, đạt 132% dự phóng của chúng tôi.

### Mảng KCN chuyển sang pha tăng trưởng mới

Ngay từ đầu năm 2026, Việt Nam định hướng xây dựng chính sách mới thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao. Chúng tôi cho rằng đây là tiền đề cho bước chuyển mình của ngành KCN, từ xây dựng KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao. KBC mở rộng hợp tác với các đối tác công nghệ cao, tham gia đầu tư xây dựng KCN theo hướng xanh. Năm 2026-27, chúng tôi kỳ vọng doanh thu KCN tăng trưởng 77%/6% svck nhờ quỹ đất KCN lớn và hợp đồng MOU đã ký. Theo kế hoạch, KĐT Tràng Cát sẽ chuẩn bị xong mặt bằng và cơ sở hạ tầng trong năm 2026-27 để có thể chuyển nhượng 20 ha đất. Nhờ đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2026-27 tăng 6%/31% svck, tăng thêm 29%/34% so với dự phóng trước.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 39,700 đồng/CP

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu là 39,700 đồng/CP. Giá cổ phiếu đã chiết khấu sâu, hiện đang giao dịch ở mức P/B trước là 1.1x và P/B forward là 1.0x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm gần nhất là 1.4x. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua tích lũy cổ phiếu KCN, trong đó cổ phiếu KBC đang có mức định giá hấp dẫn so với giá trị tài sản sở hữu (tiềm năng tăng giá 38%). Luận điểm đầu tư: (1) KBC là một trong những doanh nghiệp KCN hưởng lợi từ chính sách mới về thu hút vốn đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao (2) Quỹ đất KCN mở rộng thêm 2,200 ha và BĐS nhà ở thêm 1,500 ha đảm bảo cho phát triển trong dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,776	6,687	9,934	13,276
LN ròng	382	2,104	2,231	2,915
Tăng trưởng doanh thu thuần	-51%	141%	49%	34%
Tăng trưởng LN ròng	-81%	451%	6%	31%
Biên LN gộp	46%	48%	44%	46%
Biên EBITDA	30%	51%	38%	38%
ROAE	2%	10%	9%	10%
ROAA	1%	4%	3%	5%
EPS (VND/cổ phiếu)	498	2,461	2,369	3,095
BVPS (VND/cổ phiếu)	24,176	26,335	28,704	31,799

(Nguồn: KBC, MBS Research)

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 39,700

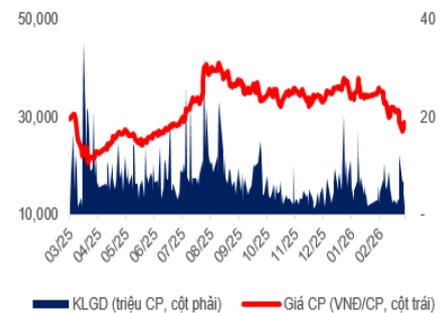
So với giá thị trường

38%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 thêm 29%/34% so với dự phóng trước

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	28,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,600
Vốn hóa (tỷ VND)	27,028
P/E (TTM)	16.1
P/B	1.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	9.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

CTCP Phát triển Xanh Bền vững	
Châu Á Thái Bình Dương	9.2%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>



#### Chuyên viên cao cấp phân tích

Nguyễn Minh Đức

Duc.nguyenminh@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- (1) Đổi mới chính sách trong thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao là tiền đề cho bước chuyển mình của ngành KCN, thay đổi từ xây dựng KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao và hạ tầng số. KBC đang mở rộng hợp tác với nhiều doanh nghiệp FDI công nghệ cao và tham gia phát triển nguồn năng lượng xanh cung cấp cho khách thuê trong các KCN của KBC;
- (2) KBC được chấp thuận đầu tư nhiều dự án KCN và KĐT mới, gồm KCN Tràng Duệ 3, KCN Kim Thành 2 GD1, KCN Quế Võ 2 mở rộng, KCN Phú Bình, KCN Sông Hậu 2, KCN Bình Giang, KĐT Tràng Cát, khu phức hợp Trump International, và mới đây đã nhận chuyển nhượng dự án TTTM và văn phòng Láng Hạ. Tổng quỹ đất KCN mới thêm 2,200 ha và đất BĐS nhà ở thêm 1,500 ha, đảm bảo cho phát triển dài hạn của công ty;
- (3) Hiện cổ phiếu KBC đang giao dịch với mức P/B trượt là 1.1x và P/B forward là 1.0x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm gần nhất là 1.4x. Chúng tôi cho rằng năm 2026 sẽ là năm bùng nổ bàn giao đất KCN nhờ công ty sở hữu quỹ đất lớn và backlog cao 148 ha, sang năm 2027 công ty có thể ghi nhận LN lớn từ chuyển nhượng 20 ha đất tại Tràng Cát. Giá cổ phiếu đã chiết khấu sâu so với định giá tài sản. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua tích lũy cho giai đoạn phát triển mới.

### Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro từ chính sách thuế quan bất ổn của Mỹ khiến nhu cầu thuê đất KCN giảm sút;
- (2) Rủi ro chi phí GPMB tăng sau khi Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực từ năm 2025, giá đền bù áp dụng theo cơ chế giá thị trường, khiến chi phí tăng;
- (3) Lãi suất tăng cao tạo áp lực lên LN khi quy mô vay nợ tăng nhanh để tài trợ cho nhiều dự án mới.

Hình 1: Diễn biến P/B trong 5 năm gần nhất



(Nguồn: FiinproX, MBS Research)

## Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** và duy trì giá mục tiêu là **39,700 đồng/cổ phiếu** (upside 38%) cho cổ phiếu KBC.

Hình 2: Định giá cổ phiếu KBC

Dự án	TLSH	Định giá (tỷ đồng)	Giá trị thuộc về KBC	Phương pháp	Ghi chú
<b>Khu công nghiệp</b>			<b>17,644</b>	<b>DCF</b>	Chúng tôi tăng định giá mảng KCN nhờ triển vọng ngành tích cực hơn bởi chính sách mới thu hút vốn đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao giúp đẩy nhanh tiến độ cho thuê hơn và kỳ vọng giá cho thuê tăng trưởng cao hơn so với định giá trước.
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	1,362	1,362		
Quang Châu mở rộng	96%	24	24		
Tân Phú Trung	73%	1,749	1,274		
Tràng Duệ 3	89%	2,887	2,577		
CCN Hưng Yên	96%	1,171	1,128		
Lộc Giang	73%	3,967	2,888		
Kim Thành 2	96%	1,430	1,377		
Quế Võ 2 mở rộng	100%	901	901		
Phú Bình	100%	4,461	4,461		
Sông Hậu 2	100%	1,047	1,047		
Bình Giang	100%	606	606		
<b>Khu dân cư</b>			<b>30,292</b>		
Tràng Cát	100%	21,587	21,587	RNAV	
Phúc Ninh	100%	1,461	1,461	P/B	
Khu Ngoại giao đoàn	100%	325	325	P/B	
NOXH		1,904	1,540	BV	Gồm dự án NOXH Nénh, Tràng Duệ và TĐC CCN Tân Lập. Dự án NOXH và NOCN có hiệu quả kinh tế thấp nên chúng tôi xác định giá trị theo chi phí xây dựng đầu tư vào dự án.
Khu phức hợp tại Hưng Yên	100%	776	776	BV	Dự án Trump International đang trong quá trình thu hồi đất và GPMB, chưa có quy hoạch chi tiết.
TTTM và văn phòng Láng Hạ	99%	3,530	3,495	BV	KBC mua lại hai công ty để gián tiếp sở hữu 99% lợi ích tại dự án này. Dự án tạm dừng thi công do vướng mắc pháp lý.
BDS khác		1,137	1,108	BV	
<b>Dịch vụ khác</b>			<b>2,058</b>		
<b>Tổng giá trị tài sản</b>			<b>49,993</b>		
(+) Tiền & tương đương tiền			8,369		
(+ ) Đầu tư ngắn hạn			1,878		
(+ ) Đầu tư vào công ty LD, LK			7,325		
(+ ) Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác			407		
(-) Nợ vay			28,638		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			1,925		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>37,409</b>		
Số lượng cổ phiếu			941,754,759		
<b>Giá trị trên cổ phiếu (đồng/cp)</b>			<b>39,700</b>		

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE (%)		ROA (%)	
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Becamex IDC	BCM	52,800	72,500	Khả quan	54,648	15.9	24.9	2.4	2.3	16.5	9.6	5.8	3.7
Kinh Bắc	KBC	28,700	39,700	Khả quan	27,028	16.1	16.8	1.5	1.4	9.7	8.6	3.7	3.4
IDICO	IDC	46,800	58,000	Khả quan	17,761	8.6	8.8	2.7	2.4	32.0	29.4	9.2	8.8
Sonadezi Châu Đức	SZC	28,300	39,300	Khả quan	5,094	14.8	15.2	1.6	1.5	10.9	10.2	4.2	3.8
Viglacera	VGC	44,700	61,000	Khả quan	20,041	12.7	9.3	2.0	1.8	16.1	19.1	5.5	6.6
<b>Trung bình ngành</b>						<b>13.6</b>	<b>15.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>17.0</b>	<b>15.4</b>	<b>5.7</b>	<b>5.3</b>

(Nguồn: FiinproX, MBS Research)

**Cập nhật KQKD Q4/25 và năm 2025**

Hình 4: KQKD vượt dự phóng của chúng tôi (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Q4/25	svck (%)	2025	svck (%)	So với dự phóng	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>1,648</b>	<b>111%</b>	<b>6,687</b>	<b>141%</b>	<b>115%</b>	
KCN	695	419%	4,376	250%	95%	Năm 2025, diện tích đất bàn giao là 123 ha, trong đó CCN tại Hưng Yên bàn giao 93.6 ha, KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh bàn giao 26.3 ha, KCN Quang Châu mở rộng và Tân Phú Trung lần lượt là 1.6 ha và 1.1 ha. Giá cho thuê trung bình tăng nhẹ lên 165 USD/m2.
BĐS	763	56%	1,460	61%	259%	Năm 2025, khoảng 1,300 căn NOXH được bàn giao.
Phí DV	132	23%	486	16%	108%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>603</b>	<b>57%</b>	<b>3,190</b>	<b>149%</b>	<b>113%</b>	
KCN	315	21%	2,526	195%	104%	
BĐS	137	153%	224	114%	331%	
Phí DV	105	153%	270	19%	114%	
<b>Biên LNG</b>	<b>37%</b>	<b>-13 điểm%</b>	<b>48%</b>	<b>1 điểm%</b>	<b>-1 điểm%</b>	
KCN	45%	N/A	58%	-11 điểm%	5 điểm%	Biên LNG năm 2025 giảm do CCN tại Hưng Yên có biên LNG thấp hơn so với các KCN trước.
BĐS	18%	7 điểm%	15%	4 điểm%	3 điểm%	
Phí DV	80%	41 điểm%	56%	2 điểm%	3 điểm%	
Chi phí quản trị & bán hàng	246	69%	753	35%	106%	
% SG&A/Doanh thu	15%	-4 điểm%	11%	-9 điểm%	-1 điểm%	
Doanh thu tài chính	293	85%	679	50%	103%	Doanh thu tăng mạnh do công ty ghi nhận lãi chuyển nhượng 3.5% cổ phần sở hữu tại CTCP Đầu tư Sài Gòn – Đà Nẵng.
Chi phí tài chính	244	273%	706	173%	133%	Chi phí tăng mạnh do quy mô nợ vay tăng gấp gần 3 lần so với đầu năm.
Thu nhập khác, ròng	321	N/A	328	N/A	N/A	Công ty ghi nhận lãi bất thường từ giao dịch mua rẻ hai công ty con 3H và A&E, để sở hữu 99% cổ phần dự án TTTM và văn phòng Láng Hạ.
LNTT	840	586%	2,929	305%	134%	
LNST	664	2478%	2,208	422%	134%	
<b>LN ròng</b>	<b>652</b>	<b>2046%</b>	<b>2,104</b>	<b>451%</b>	<b>132%</b>	LN ròng tăng mạnh trên mức nền thấp của năm trước, cao hơn so với dự phóng của chúng tôi do tiến độ bàn giao đất KCN tốt và công ty ghi nhận thu nhập bất thường từ mua công ty.

(Nguồn: KBC, MBS Research)

**Tăng dự phóng LN ròng năm 2026-27 lên 29%/34% so với dự phóng trước**

Hình 5: Dự phóng KQKD năm 2026-27 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2025	2026	svck	% thay đổi	2027	svck	% thay đổi	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>6,687</b>	<b>9,934</b>	<b>49%</b>	<b>29%</b>	<b>13,276</b>	<b>34%</b>	<b>40%</b>	
<i>KCN</i>	4,376	7,750	77%	34%	8,247	6%	105%	Chúng tôi tăng dự phóng diện tích đất bàn giao trong năm 2026-27 từ 137/87 ha lên 192/195 ha và đẩy tiến độ bàn giao đất nhanh hơn để phản ánh triển vọng tích cực của ngành KCN trong giai đoạn mới nhờ đổi mới chính sách thu hút vốn đầu tư. Chúng tôi dự phóng giá cho thuê tăng trưởng ở mức 3-5%/năm, tương đương với trung bình dài hạn của ngành.
<i>BĐS</i>	1,460	1,428	-2%	20%	4,218	195%	-10%	Năm 2026, doanh thu BĐS đến từ dự án NOXH Nénh và Trảng Duệ. Sang năm 2027, chúng tôi kỳ vọng KĐT Trảng Cát bàn buôn được 20 ha đất nhờ đó dự phóng doanh thu tăng trưởng đột biến.
<i>Phí DV</i>	486	500	3%	4%	530	6%	3%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>3,190</b>	<b>4,359</b>	<b>37%</b>	<b>25%</b>	<b>6,154</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>	
<i>KCN</i>	2,526	3,757	49%	28%	4,037	7%	98%	
<i>BĐS</i>	224	193	-14%	19%	1,669	764%	-7%	
<i>Phí DV</i>	270	265	-2%	3%	285	7%	1%	
<b>Biên LNG</b>	<b>48%</b>	<b>44%</b>	<b>-4 điểm%</b>	<b>-1 điểm%</b>	<b>46%</b>	<b>2 điểm%</b>	<b>1 điểm%</b>	
<i>KCN</i>	58%	48%	-9 điểm%	-2 điểm%	49%	0%	-2 điểm%	
<i>BĐS</i>	15%	14%	-2 điểm%	0%	40%	26 điểm%	1 điểm%	
<i>Phí DV</i>	56%	53%	-3 điểm%	-1 điểm%	54%	1 điểm%	-1 điểm%	
<b>Chi phí QL và BH</b>	<b>753</b>	<b>1,044</b>	<b>39%</b>	<b>12%</b>	<b>1,368</b>	<b>31%</b>	<b>39%</b>	
<b>% SG&amp;A/ Doanh thu</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>-1 điểm%</b>	<b>-2 điểm%</b>	<b>10%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	Tỷ lệ này duy trì quanh mức 10-11%.
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>679</b>	<b>582</b>	<b>-14%</b>	<b>-24%</b>	<b>425</b>	<b>-27%</b>	<b>-28%</b>	Doanh thu giảm so với dự phóng trước do dự phóng số dư tiền giảm.
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>706</b>	<b>814</b>	<b>15%</b>	<b>37%</b>	<b>962</b>	<b>18%</b>	<b>76%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng chi phí vay do (1) lãi suất tăng (2) quy mô nợ vay tăng nhanh hơn dự kiến để đầu tư nhiều dự án mới (3) chi phí lãi vay được vốn hoá giảm khi đưa dự án vào khai thác..
<b>LNTT</b>	<b>2,929</b>	<b>3,153</b>	<b>8%</b>	<b>20%</b>	<b>4,176</b>	<b>32%</b>	<b>29%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>2,104</b>	<b>2,231</b>	<b>6%</b>	<b>29%</b>	<b>2,915</b>	<b>31%</b>	<b>34%</b>	Chúng tôi tăng dự phóng LN năm 2026-27 thêm 29%/34% chủ yếu nhờ triển vọng mảng KCN và KĐT Trảng Cát.

(Nguồn: KBC, MBS Research)

## Màng KCN: Chính sách mới về thu hút vốn đầu tư công nghệ cao mở ra cơ hội hợp tác mới

Thông qua Nghị định 20/2026 và mới đây là dự thảo Nghị quyết về kinh tế vốn đầu tư nước ngoài, chúng tôi nhận thấy Việt Nam đang định hướng, xây dựng chính sách thu hút vốn đầu tư trong nước và nước ngoài vào lĩnh vực công nghệ cao, đổi mới sáng tạo và phát triển bền vững. Chính sách mới sẽ định hình xu hướng dòng vốn, cấu trúc ngành và nhóm doanh nghiệp hưởng lợi trong trung – dài hạn. Đối với ngành BĐS KCN, chúng tôi cho rằng chính sách mới sẽ kích cầu trực tiếp cho ngành. Đây sẽ là bước chuyển mình cho ngành KCN, thay đổi từ KCN truyền thống sang KCN sinh thái, công nghệ cao.

Bước vào giai đoạn phát triển mới, KBC mở rộng hợp tác để đón đầu dòng vốn đầu tư mới: (1) Mở rộng hợp tác với đối tác FDI công nghệ cao, mới đây nhất là hợp tác với Công ty Accelerated Infrastructure Capital về đầu tư trung tâm dữ liệu trí tuệ nhân tạo (AI), có vốn đầu tư khoảng 2.1 tỷ USD, data center rộng hơn 10 ha sẽ được đặt tại KCN Tân Phú Trung (2) Đăng ký tham gia thực hiện hai dự án điện gió Vân Canh 1 và Vân Canh 2 tại Gia Lai, tổng sản lượng điện dự kiến là 1.1 tỷ kWh/năm. Với chiến lược đầu tư vào phát triển điện gió, KBC hướng tới việc cung cấp giải pháp năng lượng sạch cho các khách thuê trong KCN; đặc biệt là trong cam kết với các nhà đầu tư FDI công nghệ cao, AI,...

Hình 6: Dự án KCN đang kinh doanh

Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng DT (ha)	DT thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	2026F			2027F		
						Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )	DT bàn giao (ha)	Doanh thu (tỷ đồng)	Giá thuê (USD/m <sup>2</sup> )	DT bàn giao (ha)	Doanh thu (tỷ đồng)
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	100%	300	204	72%	155	30	1,283	160	20	907
Quang Châu mở rộng	Bắc Ninh	96%	90	67	97%	165	2	87	-	-	-
Tân Phú Trung	TPHCM	73%	543	347	69%	191	10	527	197	10	559
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89%	653	470	0%	140	50	1,931	144	30	1,229
CCN Hưng Yên	Hưng Yên	96%	225	160	59%	125	30	1,054	131	30	1,140
Lộc Giang	Tây Ninh	73%	466	327	0%	160	50	2,207	165	30	1,405
Kim Thành 2	Hải Phòng	96%	235	154	0%	120	20	662	124	25	878
Quế Võ 2 mở rộng	Bắc Ninh	100%	140	91	0%	-	-	-	147	50	2,129
<b>Tổng cộng</b>							<b>192</b>	<b>7,750</b>		<b>195</b>	<b>8,247</b>

(Nguồn: KBC, MBS Research)

Năm 2026-27, triển vọng cho thuê được dự báo bùng nổ nhờ 148 ha diện tích MOU đã ký, điển hình là hợp đồng ký với LG có quy mô 30 ha tại KCN Tràng Duệ 3, ký với Luxshare có quy mô 50 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng và ký với AIC có diện tích 10 ha tại KCN Tân Phú Trung (dự kiến bàn giao trong năm 2027). KBC đặt mục tiêu bàn giao 250 ha đất KCN, gấp đôi so với diện tích đất bàn giao trong năm 2025, tập trung tại KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3, Lộc Giang và Kim Thành 2. KBC đang đẩy mạnh đầu tư vào ba KCN mới gồm Tràng Duệ 3, Lộc Giang và Kim Thành 2.

- ✓ KCN Tràng Duệ 3 có quy mô 653 ha được quy hoạch tại các xã An Lão, An Trường, TP Hải Phòng, thuộc KKT Đình Vũ - Cát Hải. Dự án hưởng thụ hệ thống giao thông đồng bộ và khả năng kết nối với trung tâm logistics và vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, cách đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng 7 km, cách sân bay Cát Bi 15 km và cảng nước sâu Lạch Huyện 44 km. Dự án đã được khởi công và cơ bản hoàn thành GPMB. Giá cho thuê dự kiến vào khoảng 120-150 USD/m<sup>2</sup>. Do nằm trong KKT nên doanh nghiệp đầu tư được hưởng nhiều ưu đãi thuế hấp dẫn hơn các KCN ngoài KKT. Đây là lợi thế lớn cho KCN này để nhanh chóng lấp đầy dự án.

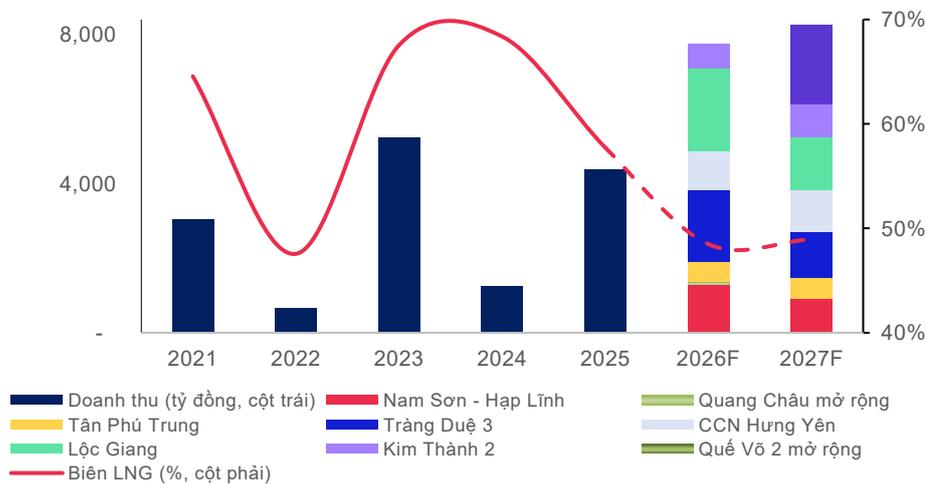


- ✓ KCN Lộc Giang có quy mô 466 ha, nằm trên địa bàn xã An Ninh và xã Hậu Nghĩa, tỉnh Tây Ninh. Dự án nằm tại khu vực giáp ranh TP.HCM, giữ vai trò cửa ngõ kết nối giữa Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ, gần các tuyến đường DT822, DT825, TL6 và TL7, cách TP.HCM khoảng 45km, cách cảng quốc tế Long An khoảng 77km. Giá cho thuê dự kiến vào khoảng 160 USD/m<sup>2</sup>. Năm 2025, KBC đầu tư hơn 1,500 tỷ đồng để GPMB và xây dựng cơ sở hạ tầng. Chúng tôi dự phóng diện tích đất bàn giao năm 2026-27 đạt 50/30 ha.
- ✓ KCN Kim Thành 2 GĐ 1 có quy mô 235 ha, nằm trên trục kết nối Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, thuận tiện di chuyển đến cảng Đình Vũ, cảng Lạch Huyện, sân bay Cát Bi và cao tốc Hà Nội – Hải Phòng (cách trung tâm Hà Nội 60 km, cách cảng Hải Phòng 34 km và cảng nước sâu Quảng Ninh 63 km). Giá cho thuê dự kiến khoảng 110-120 USD/m<sup>2</sup>. Năm 2025, KBC đầu tư hơn 500 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng KCN đem lại doanh thu khoảng 600-900 tỷ đồng trong năm 2026-27, tương ứng diện tích bàn giao là 20/25 ha.



Tổng hợp lại, chúng tôi điều chỉnh dự phóng diện tích bàn giao năm 2026-27 từ 137/87 ha lên 192/195 ha. Qua đó, doanh thu năm 2026-27 thay đổi 34% và 105% so với dự phóng trước, đạt 7,750 tỷ đồng (+77% svck)/8,247 tỷ đồng (+6% svck). Biên LNG giảm xuống dưới 50%, thấp hơn so với giai đoạn trước để phản ánh chi phí GPMB tăng do áp dụng giá đền bù theo cơ chế thị trường.

Hình 7: Dự phóng doanh thu năm 2026-27



(Nguồn: KBC, MBS Research)

**Màng BĐS dân cư: Doanh thu năm 2026-27 đến từ dự án NOXH và KĐT Tràng Cát**

**Cát**

Hình 8: Các dự án BĐS đang triển khai

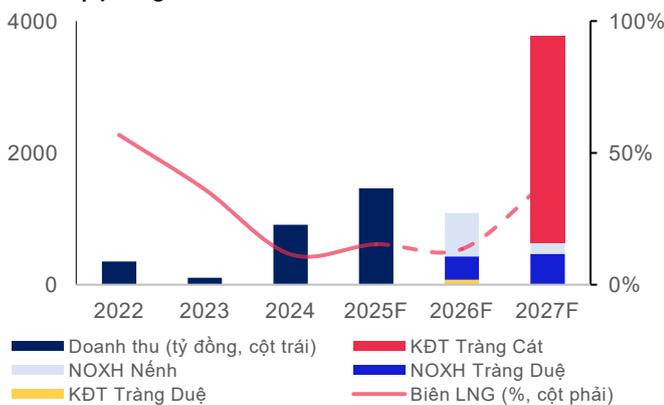
Dự án	Vị trí	TLSH	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Tiến độ triển khai
NOXH Nénh	Bắc Ninh	76%	4,011	5.3	Đang xây dựng và mở bán
NOXH Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	1,645	3	Đang xây dựng và mở bán
Tràng Cát	Hải Phòng	100%	69,087	585	Đã đóng tiền sử dụng đất, GPMB cơ bản hoàn thành và chuẩn bị xây dựng cơ sở hạ tầng.
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	4,892	115	Đang chờ phê duyệt thủ tục pháp lý để ghi nhận doanh thu các căn còn lại.
KĐT Tràng Duệ	Hải Phòng	89%	3,800	42	14 lô còn lại dự kiến bàn giao vào Q1/26
Khu Ngoại giao đoàn	Hà Nội	100%	N/A	2	Đang tìm kiếm đối tác
TĐC CCN Tân Lập	Tây Ninh	89%	N/A	12	Đang GPMB và xây dựng cơ sở hạ tầng
Khu phức hợp Trump International	Hưng Yên	100%	39,787	990	GPMB đạt 15% diện tích GD1
TTTM và văn phòng Láng Hạ	Hà Nội	99%	N/A	0.4	Dự án M&A, tạm dừng xây dựng do vướng mắc pháp lý

(Nguồn: KBC, MBS Research)

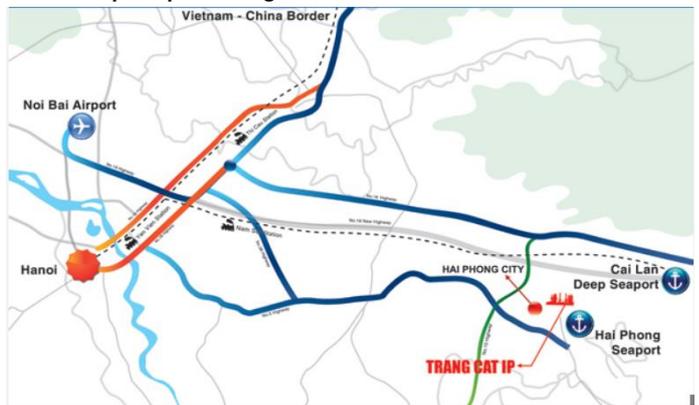
Dự án NOXH Nénh và Tràng Duệ đóng góp chính vào doanh thu BĐS của công ty trong năm 2026. Tại NOXH Nénh, số lượng căn đã bán vào khoảng 3,400 căn, còn lại khoảng 260 căn, giá bán 13.4-16.8 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Tại NOXH Tràng Duệ, chúng tôi ước tính còn khoảng 1,800 căn, giá bán khoảng 16 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Ngoài ra, công ty dự kiến bàn giao 14 lô còn lại tại KĐT Tràng Duệ trong năm 2026 và đang lập quy hoạch dự án KĐT Tràng Duệ mở rộng có quy mô 73 ha.

Dự án KĐT Tràng Cát đạt được nhiều bước tiến quan trọng. Công ty đã được chấp thuận đầu tư và nộp 100% tiền sử dụng đất (17,800 tỷ đồng). Theo kế hoạch triển khai, công ty sẽ hoàn thiện thủ tục pháp lý còn lại trong Q1/26, GPMB tới Q3/26 và xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2026-2028. Theo chia sẻ từ KBC, công ty có thể bán buôn 20 ha đất tại dự án. Giá đất nền khu vực xung quanh vào khoảng 28 triệu đồng/m<sup>2</sup>, chúng tôi ước tính dự án có thể đem về doanh thu và LNST khoảng 3,000 và 1,000 tỷ đồng trong năm 2027. Qua đó, chúng tôi thay đổi dự phóng doanh thu năm 2026-27 là +20%/-10% so với dự phóng trước, đạt 1,428 tỷ đồng (-2% svck)/4,218 tỷ đồng (+195% svck).

Hình 9: Dự phóng doanh thu BĐS 2026-27

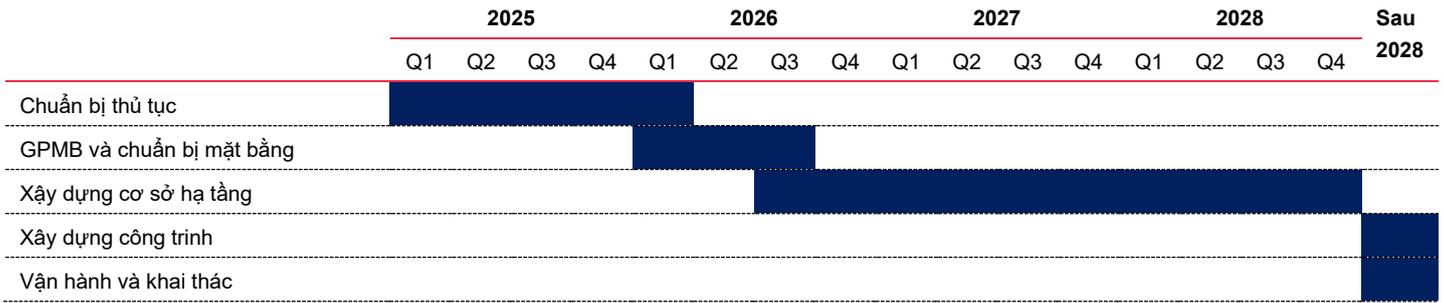


Hình 10: Vị trí dự án Tràng Cát



(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hình 11: Kế hoạch triển khai KĐT Trảng Cát



(Nguồn: KBC, MBS Research)

Hình 12: Hiện trạng dự án KĐT Trảng Cát

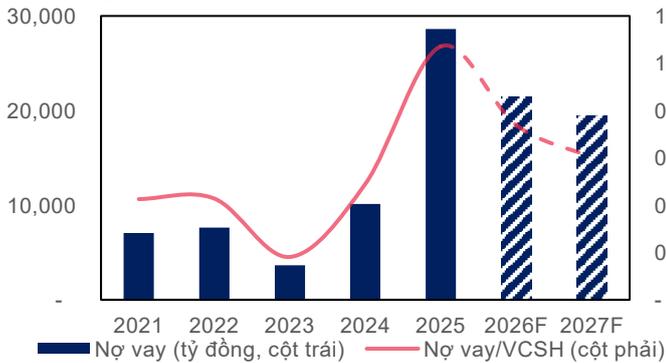


(Nguồn: KBC, MBS Research)

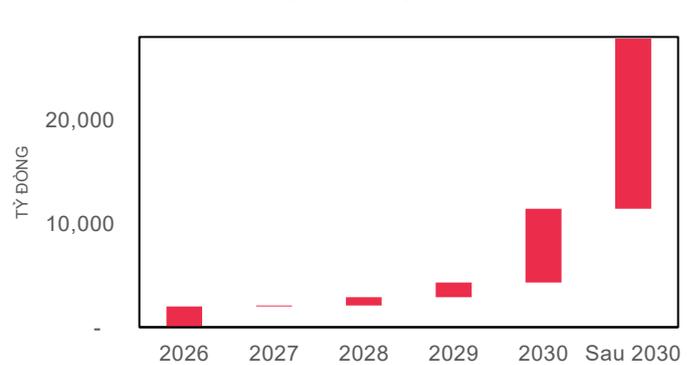
**Dự phóng quy mô nợ vay giảm trong năm 2026-27**

Do phát triển nhiều dự án cùng lúc nên KBC đã huy động vốn vay lớn trong năm 2025, tổng nợ vay tăng gần 3 lần từ 10.1 nghìn tỷ đồng lên 28.6 nghìn tỷ đồng (chủ yếu là nợ vay dài hạn). Quy mô nợ vay tăng nhanh khiến tỷ lệ nợ vay/VCSH tăng từ 0.5 lên 1.1, cao nhất ngành KCN. Nhờ nguồn huy động từ phát hành riêng lẻ để tái cơ cấu các khoản nợ vay, chúng tôi dự phóng quy mô nợ vay năm 2026-27 có thể giảm về mức 21.5/19.4 nghìn tỷ đồng, qua đó tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm về 0.74 và 0.6.

Hình 13: Dự phóng nợ vay năm 2026-27



Hình 14: Áp lực trả nợ đến hạn lớn trong năm 2026, 2029 và 2030



(Nguồn: KBC, MBS Research)

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	2,776	6,687	9,934	13,276
Giá vốn hàng bán	(1,492)	(3,497)	(5,575)	(7,121)
Lợi nhuận gộp	1,283	3,190	4,359	6,154
Chi phí quản lý DN	(460)	(591)	(703)	(835)
Chi phí bán hàng	(98)	(162)	(340)	(533)
LN từ HĐKD	726	2,437	3,315	4,787
EBITDA thuần	560	2,255	3,173	4,639
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>726</b>	<b>2,437</b>	<b>3,315</b>	<b>4,787</b>
Thu nhập lãi	451	679	582	425
Chi phí tài chính	(259)	(706)	(814)	(962)
Thu nhập ròng khác	(211)	328	3	(73)
TN từ các Cty LK & LD	16	192	67	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>723</b>	<b>2,929</b>	<b>3,153</b>	<b>4,176</b>
Thuế TNDN	(299)	(721)	(788)	(1,044)
Lợi nhuận sau thuế	423	2,208	2,365	3,132
Lợi ích cổ đông thiểu số	41	105	133	217
<b>LN ròng</b>	<b>382</b>	<b>2,104</b>	<b>2,231</b>	<b>2,915</b>
Chi trả cổ tức	(0)	(0)	-	-
Lợi nhuận giữ lại	382	2,103	2,231	2,915

Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	6,566	8,369	2,282	4,437
Đầu tư ngắn hạn	1,858	1,878	2,010	1,902
Phải thu khách hàng	671	1,265	1,137	1,096
Hàng tồn kho	13,850	27,073	23,096	24,799
Tổng tài sản ngắn hạn	36,075	55,046	46,756	48,950
Tài sản cố định	408	515	512	620
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-
BĐS đầu tư	1,292	1,107	1,092	1,234
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	4,817	7,732	7,571	6,231
Khoản đầu tư dài hạn khác	771	4,266	4,439	4,573
Tổng tài sản dài hạn	8,655	14,536	14,667	13,854
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44,730</b>	<b>69,581</b>	<b>61,423</b>	<b>62,804</b>
Vay & nợ ngắn hạn	371	2,287	438	475
Phải trả người bán	529	595	336	377
Phải trả ngắn hạn khác	3,228	4,189	4,188	3,976
Tổng nợ ngắn hạn	7,093	11,948	7,711	7,712
Vay & nợ dài hạn	9,741	26,351	21,081	18,973
Các khoản phải trả khác	7,251	4,557	3,540	3,897
Tổng Nợ dài hạn	16,992	30,908	24,621	22,870
<b>Tổng nợ</b>	<b>24,085</b>	<b>42,855</b>	<b>32,332</b>	<b>30,581</b>
Vốn điều lệ	7,676	9,418	9,418	9,418
Thặng dư vốn cổ phần	2,744	5,163	5,163	5,163
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	4,811	6,884	9,115	12,030
Các quỹ thuộc VCSH	3,327	3,336	3,336	3,336
Vốn chủ sở hữu	18,558	24,801	27,032	29,947
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,087	1,925	2,058	2,275
Tổng vốn chủ sở hữu	20,645	26,726	29,091	32,223
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>44,730</b>	<b>69,581</b>	<b>61,423</b>	<b>62,804</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
LN trước thuế	723	2,929	3,153	4,176
Khấu hao	165	182	142	148
Thuế đã nộp	(453)	(253)	(693)	(895)
Các khoản điều chỉnh khác	(233)	(534)	1,975	573
Thay đổi VLD	497	(19,921)	(3,261)	(2,317)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,152</b>	<b>(17,344)</b>	<b>2,010</b>	<b>2,580</b>
Đầu tư TSCĐ	(530)	(130)	(336)	(530)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	56	133	-	-
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1,874)</b>	<b>(3,575)</b>	<b>(926)</b>	<b>1,644</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1	4,216	-	-
Tiền vay ròng nhận được	6,446	18,506	(7,170)	(2,069)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	(0)	-	-
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>6,447</b>	<b>22,721</b>	<b>(7,170)</b>	<b>(2,069)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	841	6,566	8,369	2,282
LC tiền thuần trong năm	5,725	1,802	(6,086)	2,155
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối</b>	<b>6,566</b>	<b>8,369</b>	<b>2,282</b>	<b>4,437</b>

Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu thuần	-51%	141%	49%	34%
Tăng trưởng EBITDA	-80%	302%	41%	46%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	25%	336%	136%	144%
Tăng trưởng LN trước thuế	-75%	305%	8%	32%
Tăng trưởng LN ròng	-81%	451%	6%	31%
Tăng trưởng EPS	-82%	421%	-4%	25%
Biên LN gộp	46%	48%	44%	46%
Biên EBITDA	30%	51%	38%	38%
Biên LN ròng	14%	31%	22%	22%
ROAE	2%	10%	9%	10%
ROAA	1%	4%	3%	5%
ROIC	1%	4%	4%	6%
Vòng quay tài sản	0.1	0.1	0.2	0.2
Cổ tức chi trả/LN ròng	0%	0%	0%	0%
Tổng nợ vay/VCSH	49%	107%	74%	60%
Nợ vay ròng/VCSH	17%	76%	66%	46%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	8%	29%	31%	24%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.7	3.1	4.1	5.0
Số ngày phải thu	88	69	42	30
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	3,387	2,825	1,512	1,271
Số ngày phải trả tiền bán	130	62	25	22
Khả năng thanh toán ngắn hạn	5.1	4.6	6.1	6.3
Khả năng thanh toán nhanh	3.1	2.3	3.1	3.1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1.2	0.9	0.6	0.8
<b>Định giá</b>				
EPS	498	2,461	2,369	3,095
BVPS	24,176	26,335	28,704	31,799
P/E	79.8	16.1	16.8	12.8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2

(Nguồn: BCTC công ty, MBS Research)

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, P. Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Phạm Thị Thanh Hằng

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

### Logistics - Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh