



Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

MUA +21,8%

Ngành	KCN & BĐS
Ngày báo cáo	24/11/2025
Giá hiện tại	34.900 VND
Giá mục tiêu	42.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	41.500 VND
TL tăng	+21,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+21,8%

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

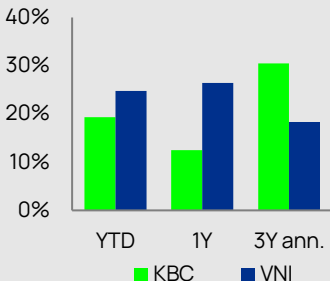
	KBC	Peers*	VNI
P/E (trượt)	18,6x	11,3x	16,0x
P/B (ht)	1,4x	1,8x	2,0x
ROE	7,5%	17,3%	13,5%
ROA	2,9%	5,6%	2,0%

* 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 8.000 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	6.051	10.238	14.566
% YoY	-50,6%	118,0%	69,2%	42,3%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	726	2.471	4.577	6.049
% YoY	-74,8%	240,5%	85,2%	32,2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	382	1.645	2.961	3.815
% YoY	-81,2%	330,7%	80,0%	28,8%
EPS	-81,2%	286,8%	63,4%	28,8%
Biên LN gộp	46,2%	52,3%	53,3%	50,5%
Biên LN từ HĐKD	26,1%	40,8%	44,7%	41,5%
Biên LN ròng	13,8%	27,2%	28,9%	26,2%
ROE	2,1%	7,7%	11,5%	13,1%
Nợ ròng/VCSH	17,2%	66,8%	71,8%	65,2%
P/E	70,1x	18,1x	11,1x	8,6x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x

Mở bán dự án KĐT Tràng Cát; backlog KCN lớn giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 2% lên 42.500 đồng/cổ phiếu.
- Mức tăng trong giá mục tiêu của chúng tôi được thúc đẩy bởi (1) việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026, (2) ghi nhận giá trị sổ sách trong quý 3/2025 của dự án Trump International Hưng Yên, và (3) định giá cao hơn của dự án KĐT Tràng Cát, một phần bị ảnh hưởng bởi (4) nợ ròng dự phóng cuối năm 2025 tăng.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025F tăng vọt 331% YoY, đạt 1,6 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng bàn giao KCN trong quý 4/2025 đạt khoảng 17 ha từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, so với khoảng 88 ha bàn giao trong 6T 2025 (chủ yếu từ các CCN Hưng Yên) và khoảng 17 ha trong quý 3/2025 (tại NSHL cho Goertek).
- Trong năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng 80% so với dự báo năm 2025, được hỗ trợ bởi (1) dự án KĐT Tràng Cát dự kiến được mở bán (toàn bộ tiền sử dụng đất đã thanh toán), và (2) lượng bàn giao đất KCN tăng so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi backlog chưa ghi nhận cuối quý 3/2025 ước tính đạt khoảng 115 ha.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 và điều chỉnh tăng 3% dự báo năm 2026, do chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Tràng Duệ 3 sẽ bắt đầu bàn giao vào năm 2026 thay vì năm 2025 như trước.
- 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, được củng cố bởi tệp khách thuê chất lượng cao (LG, Foxconn, Goertek) cùng quỹ đất KCN và KĐT chiến lược lớn tập trung tại khu vực phía Bắc. Chúng tôi ước tính diện tích KCN có thể cho thuê còn lại trong cuối quý 3/2025 là khoảng 2.600 ha, trong đó khoảng 450 ha đã giải phóng mặt bằng và sẵn sàng cho thuê, tạo nền tảng tăng trưởng vững chắc.
- 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.

Backlog đất KCN chưa ghi nhận doanh thu lớn dự kiến thúc đẩy tăng trưởng mảng KCN năm 2026: Chúng tôi dự phóng diện tích bàn giao đất KCN sẽ lần lượt tăng 14%/16% YoY lên 140 ha/163 ha trong các năm 2026/2027, so với mức 122 ha được dự phóng trong năm 2025. Dự báo tăng trưởng này được hỗ trợ bởi danh mục dự án KCN lớn của KBC, bao gồm KCN Tràng Duệ 3 (với các biên bản ghi nhớ (MOU) cho khoảng 30 ha, và tiềm năng cho thuê khoảng 30 ha với CTP Invest Ltd trong 2026), KCN Quế Võ 2 mở rộng (MOU cho khoảng 50 ha), và các KCN tại Long An (dự kiến bắt đầu mở bán/bàn giao đất KCN vào năm 2026), bên cạnh các dự án đang triển khai của KBC như KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và các cụm công nghiệp (CCN) tại Hưng Yên.

Mảng KĐT sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung và dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng diện tích bàn giao đất KĐT sẽ tăng tốc từ 5,0 ha trong năm 2025 lên 17,3 ha trong năm 2026 và 34,0 ha trong năm 2027, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc dự kiến mở bán KĐT Tràng Cát (Hải Phòng; 585 ha) trong năm 2026 và dự kiến mở bán lại KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh) trong năm 2027. Đối với KĐT Tràng Cát,

chúng tôi dự phóng KBC sẽ thực hiện bán sỉ khoảng 12 ha trong năm 2026; chúng tôi nhận thấy tiềm năng hấp thụ mạnh mẽ nhờ (1) thủ tục pháp lý của dự án đã hoàn tất với việc hoàn thành giải phóng mặt bằng và đã nộp tiền sử dụng đất, và (2) giá vốn thấp, do KBC đã đầu tư vào dự án này từ năm 2006. Đối với dự án Trump International Hưng Yên, dự án này chưa được đưa vào dự phóng lợi nhuận của chúng tôi, mặc dù KBC đưa ra kế hoạch mở bán một phần trong khoảng 136 ha diện tích thương phẩm vào năm 2026.

Triển vọng năm 2025: Bàn giao theo kế hoạch tại KCN NSHL dự kiến thúc đẩy lợi nhuận quý 4

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	200	216	1171%	8%	* Trong 11T 2025, KBC ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN khoảng 216 ha, bao gồm khoảng 86 ha tại các CCN Hưng Yên, khoảng 40 ha tại KCN NSHL, khoảng 30 ha tại KCN Trảng Duệ 3 (TD3), khoảng 50 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng, và gần đây là 10 ha (trung tâm dữ liệu) tại KCN Tân Phú Trung. * Chúng tôi ước tính backlog chưa ghi nhận doanh thu vào cuối quý 3/2025 của KBC là khoảng 115 ha, trong đó có khoảng 25 ha tại KCN NSHL, khoảng 30 ha tại KCN TD3, khoảng 50 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng, và khoảng 10 ha tại KCN Tân Phú Trung.
Bàn giao đất KCN (ha)	33	139	122	270%	-12%	* Chúng tôi dự phóng bàn giao trong quý 4/2025 khoảng 17 ha (so với khoảng 88 ha đã bàn giao trong 6T 2025 chủ yếu từ các CCN Hưng Yên, và khoảng 17 ha đã bàn giao trong quý 3/2025 tại KCN NSHL cho Goertek) từ lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu tại KCN NSHL. * Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự phóng bàn giao năm 2025, do hiện tại chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao tại KCN TD3 sẽ bắt đầu từ năm 2026 (so với năm 2025 trong dự báo trước đây).
Bàn giao đất KĐT (ha)	5,9	5,0	5,0	-15%	0%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc bàn giao tổng cộng 5,0 ha tại các dự án nhà ở xã hội Thị trấn Nénh (Bắc Ninh) và Trảng Duệ (Hải Phòng).
Doanh thu thuần	2.776	6.290	6.051	118%	-4%	
- KCN	1.251	4.725	4.404	252%	-7%	
- KĐT	910	786	797	-12%	1%	
- Khác	616	779	850	38%	9%	
Lợi nhuận gộp	1.283	3.134	3.167	147%	1%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-558	-782	-697	25%	-11%	
Lợi nhuận từ HĐKD	726	2.352	2.471	241%	5%	
Thu nhập tài chính	451	483	448	-1%	-7%	
Chi phí tài chính	-259	-751	-720	178%	-4%	* Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ, do chúng tôi dự phóng tổng nợ vay cuối năm 2025 cao hơn ở mức 23,0 nghìn tỷ đồng (+128% YoY), chủ yếu để tài trợ cho việc phát triển các dự án quy mô lớn KĐT Trảng Cát và Trump International Hưng Yên.
Thu nhập ròng từ các CTLK	16	137	86	438%	-38%	
Lãi/lỗ ròng khác	-211	0	0	N.M.	0%	
LNTT	723	2.221	2.284	216%	3%	
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.700	1.645	331%	-3%	
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	49,8%	52,3%			* Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp cho mảng KCN, chủ yếu do kết quả quý 3/2025 tốt hơn kỳ vọng.
- KCN	68,4%	55,1%	61,3%			
- KĐT	11,5%	11,4%	11,4%			
Biên LN từ HĐKD	26,1%	37,4%	40,8%			
Biên LN ròng	13,8%	27,0%	27,2%			

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

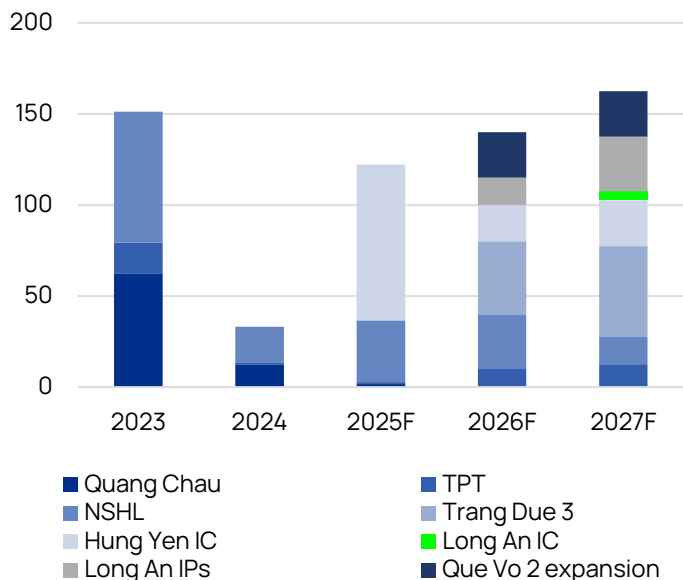
Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến được hỗ trợ bởi việc mở bán KĐT Trảng Cát và bàn giao backlog KCN chưa ghi nhận

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	216	140	-35%	* Chúng tôi duy trì dự báo của chúng tôi. * Gần đây, CTP Invest Ltd có kế hoạch khởi công dự án nhà xưởng xây sẵn (NXXS) rộng 30 ha tại KCN Trảng Duệ 3 (TD3) vào năm 2026.
Bàn giao đất KCN (ha)	33	122	140	14%	* Chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao sẽ bắt đầu từ năm 2026 tại KCN TD3, KCN Quế Võ 2 mở rộng và các KCN tại Long An (Tân Tập, Lộc Giang), tạo cơ sở cho dự báo bàn giao đất của chúng tôi. Chúng tôi dự phóng lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2025 là khoảng 98 ha.
Bàn giao đất KĐT (ha)	5,9	5,0	17,3	246%	* Chúng tôi tiếp tục dự phóng mở bán/bàn giao khoảng 12 ha (bán sỉ) tại KĐT Trảng Cát, được hỗ trợ bởi pháp lý hoàn thiện của dự án; ngoài ra, chúng tôi dự báo bàn giao khoảng 5 ha tại các dự án nhà ở xã hội của KBC (Thị trấn Nénh và Trảng Duệ).
Doanh thu thuần	2.776	6.051	10.238	69%	
– KCN	1.251	4.404	5.846	33%	* Bên cạnh diện tích bàn giao đất KCN cao hơn so với cùng kỳ, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ cao hơn so với cùng kỳ trong năm 2026 (được hỗ trợ bởi TD3, Quế Võ 2 mở rộng và các KCN tại Long An) so với năm 2025 (được thúc đẩy bởi các CCN Hưng Yên và KCN NSHL).
– KĐT	910	797	3.639	357%	
– Khác	616	850	754	-11%	* Thấp hơn so với cùng kỳ chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng không có khoản đóng góp bất thường nào từ doanh số cho thuê NXXS/nhà kho xây sẵn (NXXS).
Lợi nhuận gộp	1.283	3.167	5.452	72%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-558	-697	-876	26%	
Lợi nhuận từ HĐKD	726	2.471	4.577	85%	
Thu nhập tài chính	451	448	361	-19%	
Chi phí tài chính	-259	-720	-1.083	50%	
Thu nhập ròng từ các CTLK	16	86	91	7%	
Lãi/lỗ ròng khác	-211	0	0	N.M.	
LNTT	723	2.284	3.946	73%	
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.645	2.961	80%	
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	52,3%	53,3%		
– KCN	68,4%	61,3%	58,3%		* Thấp hơn so với cùng kỳ, chủ yếu do sự đóng góp từ các KCN mới – Quế Võ 2 mở rộng và các KCN tại Long An (Lộc Giang, Tân Tập) – vốn được dự phóng có biên lợi nhuận thấp hơn so với các KCN hiện hữu.
– KĐT	11,5%	11,4%	46,4%		
Biên LN từ HĐKD	26,1%	40,8%	44,7%		
Biên LN ròng	13,8%	27,2%	28,9%		

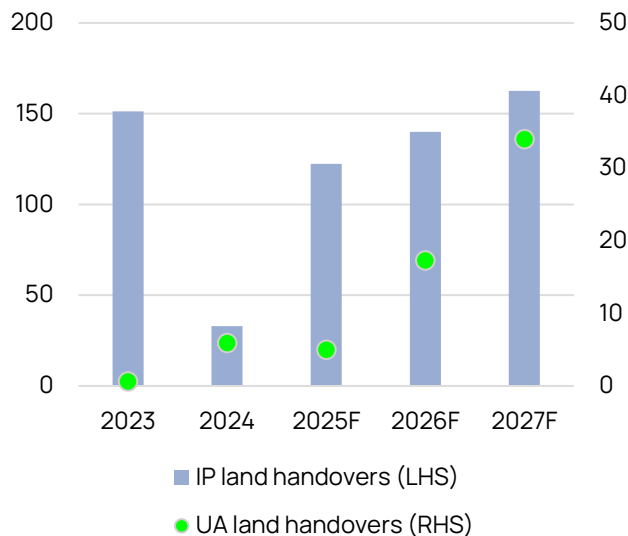
Nguồn: Báo cáo tài chính của KBC, dự báo của Vietcap

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



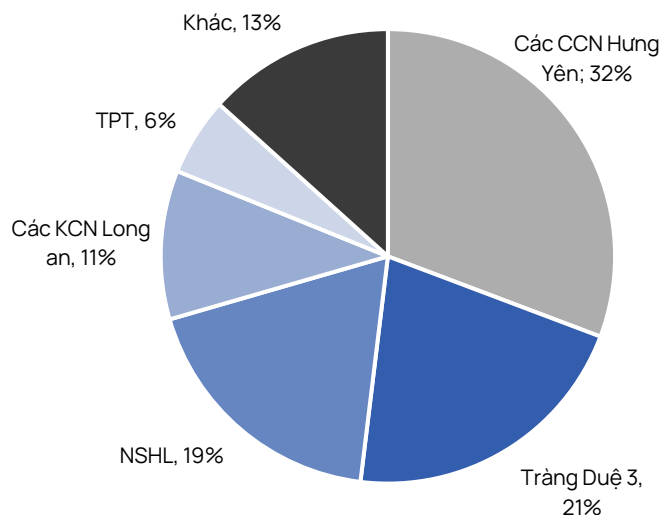
Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi dự kiến sẽ bán 216 ha đất KCN và bàn giao 122 ha vào năm 2025, đồng thời kỳ vọng doanh số bán sẽ tương ứng với việc bàn giao vào năm 2026-2027.

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 (NXXS/NKXS), Horn Vietnam, IDIS Vietnam, Halla Electronics Vina (điện tử). Gần đây, CTP Invest Ltd có kế hoạch khởi công dự án NXXS 30 ha tại KCN này vào năm 2026.
- KCN NSHL: Foxconn, Goertek, Luxshare (điện tử; các nhà cung cấp của Apple).
- KCN Tân Phú Trung (TPT): Shopee, Best Express, CP Vietnam (logistics và thực phẩm & đồ uống), Accelerated Infrastructure Capital (Trung tâm dữ liệu).
- Các CCN tại Hưng Yên: chủ yếu là các doanh nghiệp điện tử công nghệ cao đến từ Hàn Quốc.
- 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 Luxshare 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 2% lên 42.500 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do:

- (1) **Cập nhật mô hình định giá** từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2026.
 - (2) **Giá trị sổ sách cao hơn đối với các tài sản khác**, do hiện tại chúng tôi bao gồm giá trị sổ sách quý 3/2025 của dự án Trump International Hưng Yên (Tổ hợp Sân golf, Khu du lịch sinh thái và Đô thị Khoái Châu tại Hưng Yên; chính thức khởi công ngày 21/5/2025), vốn không ghi nhận giá trị nào trong quý trước. Trong khi đó, chúng tôi chưa đưa đóng góp của dự án này vào dự phóng lợi nhuận cho KBC; công ty đưa ra kế hoạch mở bán năm 2026 cho một phần trong khoảng 136 ha diện tích thương phẩm.
 - (3) **Định giá cao hơn đối với KĐT Trảng Cát**, chủ yếu phản ánh việc chúng tôi loại bỏ dòng tiền chi ra dự kiến trước đó là 5,65 nghìn tỷ đồng trong những năm sau này, do KBC đã thanh toán xong toàn bộ khoản đặt cọc tồn đọng từ CTCP Du lịch Sài Gòn – Hàm Tân trong quý 3/2025.
- (1), (2) và (3) một phần bị ảnh hưởng bởi (4) dự phóng số dư nợ vay ròng cuối năm 2025 cao hơn.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	NPV dự án	Sở hữu	NPV cho KBC
KCN				20.484
KCN Tân Phú Trung	CKDT	2.116	72,8%	1.541
KCN NSHL	CKDT	952	100,0%	952
KCN Trảng Duệ 3	CKDT	6.240	89,3%	5.570
Cụm công nghiệp Long An	CKDT	1.851	84,4%	1.562
Cụm công nghiệp Hưng Yên	CKDT	1.599	93,9%	1.502
KCN Long An	CKDT	8.921	56,1%	5.005
Khác*		4.416	93,9-100%	4.352
KĐT				32.899
KĐT Phúc Ninh	CKDT	2.708	100,0%	2.708
KĐT Trảng Duệ	CKDT	768	89,3%	685
KĐT Trảng Cát	CKDT	29.100	100,0%	29.100
Trump International Hưng Yên	Giá trị sổ sách			425
Các tài sản khác**	Giá trị sổ sách			8.783
Tổng giá trị phát triển NPV				62.166
(+) Tiền mặt và tương đương tiền				5.345
(-) Tổng nợ				23.048
NAV				44.463
Chiết khấu cho NAV			10%	
NAV chiết khấu				40.017
CP đang lưu hành (tr)				942
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				42.500
TL tăng				+21,8%
Lợi suất cổ tức				0,0%
Tổng mức sinh lời				+21,8%
P/B dự phóng năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu				1,6x/1,5x/1,3x
P/E dự phóng năm 2025/26/27 tại giá mục tiêu				23,2x/13,5x/10,5x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Các KCN khác bao gồm Kim Thành 2, Quang Châu, Quế Võ 2 mở rộng, Phú Bình và Sông Hậu 2; (**) Các tài sản khác bao gồm các dự án khác đang tồn kho, tài sản cố định ròng (chủ yếu là NXXS và NKXS) và đầu tư vào các công ty liên kết.

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)	38.600	40.500	42.500	44.400	46.400

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Giả định giá bán trung bình ròng khởi điểm của KĐT Trảng Cát (trong năm 2026)

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)	45.300	43.900	42.500	41.100	39.800

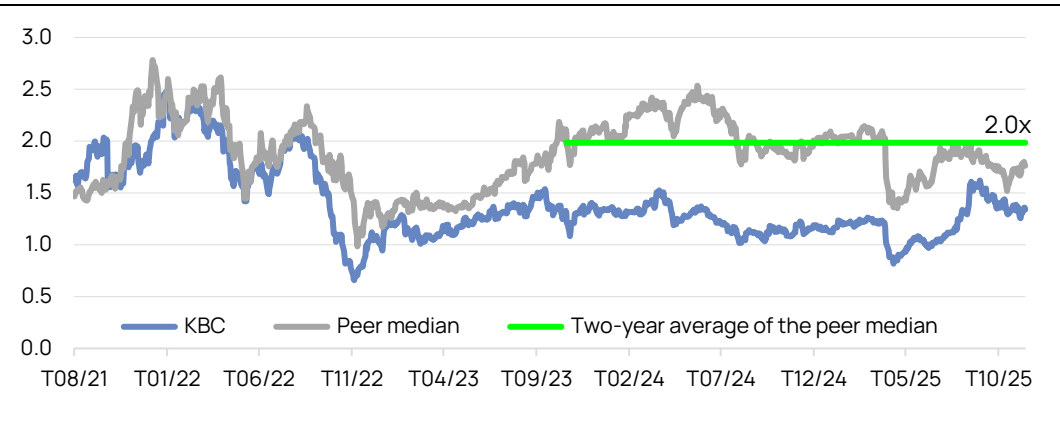
Nguồn: Vietcap

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	780	508	16,5	54	135,4	15,3	15,8	5,6	14,6	2,0
PHR	290	68	13,8	20	24,8	-46,3	17,3	11,1	11,3	1,8
SZC	219	40	8,9	14	27,9	41,6	10,1	3,9	18,1	1,8
SIP	531	326	9,4	52	14,5	-47,1	28,2	4,9	10,5	1,4
IDC	598	326	-8,2	72	-16,0	-18,3	31,5	9,3	8,5	1,8
Trung vị	531	326	9,4	52	24,8	-18,3	17,3	5,6	11,3	1,8
Trung bình	484	254	8,1	42	37,3	-11,0	20,6	7,0	12,6	1,7
KBC	1.247	221	106,8	57	227,5	67,3	7,5	2,9	18,6	1,4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 21/11/2025). Lưu ý: (*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa ghi nhận ngắn và dài hạn.

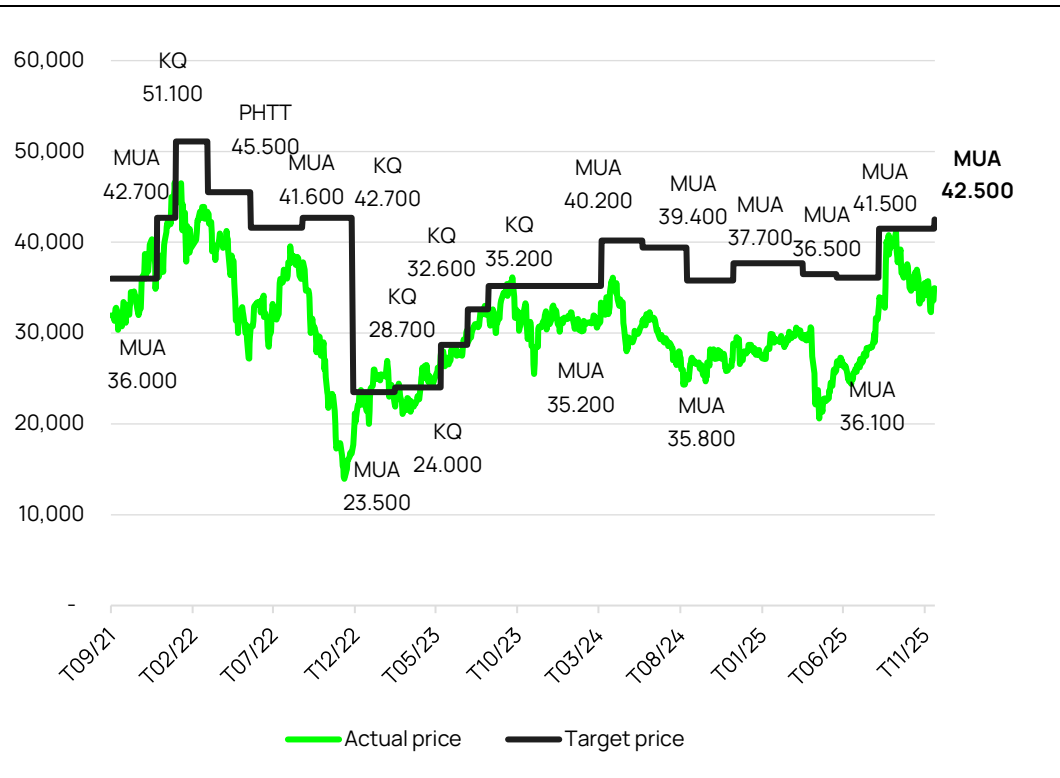
Hình 11: P/B điều chỉnh cho KBC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 21/11/2025)

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	6.051	10.238	14.566
Giá vốn hàng bán	-1.492	-2.884	-4.786	-7.211
Lợi nhuận gộp	1.283	3.167	5.452	7.355
Chi phí bán hàng & marketing	-98	-244	-306	-522
Chi phí quản lí DN	-460	-453	-569	-784
LN từ HĐKD	726	2.471	4.577	6.049
Doanh thu tài chính	451	448	361	299
Chi phí tài chính	-259	-720	-1.083	-1.254
Trong đó, chi phí lãi vay	-269	-720	-1.083	-1.254
Lợi nhuận từ công ty LDLK	16	86	91	97
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-211	0	0	0
LNTT	723	2.284	3.946	5.192
Thuế TNDN	-299	-571	-789	-1.038
LNST trước CĐTS	423	1.713	3.157	4.153
Lợi ích CĐ thiếu số	-41	-68	-196	-338
LNST sau CĐTS, báo cáo	382	1.645	2.961	3.815
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	382	1.645	2.961	3.815
EBITDA	1.165	3.197	5.237	6.690
EPS báo cáo, VND	498	1.925	3.144	4.051
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%	118,0%	69,2%	42,3%
LN từ HĐKD	-74,8%	240,5%	85,2%	32,2%
LNTT	-75,0%	216,1%	72,8%	31,6%
EPS báo cáo	-81,2%	286,8%	63,4%	28,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	46,2%	52,3%	53,3%	50,5%
Biên LN từ HĐKD	26,1%	40,8%	44,7%	41,5%
Biên EBITDA	42,0%	52,8%	51,1%	45,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	13,8%	27,2%	28,9%	26,2%
ROE	2,1%	7,7%	11,5%	13,1%
ROA	1,1%	3,2%	4,8%	5,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	3.188	2.520	2.234	1.784
Số ngày phải thu	1.510	1.004	712	498
Số ngày phải trả	118	79	49	35
TG luân chuyển tiền	4.580	3.445	2.897	2.247
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	5,1x	4,0x	4,5x	4,9x
CS thanh toán nhanh	3,1x	2,1x	2,0x	2,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,9x	0,4x	0,3x	0,3x
Nợ/Tài sản	22,6%	36,5%	36,2%	34,6%
Nợ/Vốn sử dụng	32,9%	46,5%	45,3%	42,8%
Nợ/Vốn CSH	17,2%	66,8%	71,8%	65,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,7x	3,4x	4,2x	4,8x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	6.566	5.343	3.230	3.263
Đầu tư TC ngắn hạn	1.858	1.858	1.858	1.858
Các khoản phải thu	13.309	19.968	19.971	19.802
Hàng tồn kho	13.850	25.966	32.624	37.867
TS ngắn hạn khác	493	493	493	493
Tổng TS ngắn hạn	36.075	53.628	58.175	63.283
TS cố định (nguyên giá)	888	1.069	1.376	1.813
- Khấu hao	-479	-672	-879	-1.124
TS cố định (ròng)	408	398	497	689
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	9.536	9.667	9.901
Tổng Tài sản	44.730	63.164	67.843	73.184
Phải trả ngắn hạn	529	711	582	809
Nợ vay ngắn hạn	371	2.211	1.696	1.464
Nợ ngắn hạn khác	6.192	10.401	10.553	10.719
Tổng nợ ngắn hạn	7.093	13.323	12.831	12.991
Nợ vay dài hạn	9.741	20.837	22.840	23.853
Nợ dài hạn khác	7.251	2.484	2.495	2.509
Tổng nợ	24.085	36.644	38.166	39.354
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	6.456	9.417	13.233
Vốn khác	3.327	3.327	3.327	3.327
Lợi ích CĐTS	2.087	2.155	2.350	2.688
Vốn chủ sở hữu	20.645	26.520	29.677	33.830
Tổng nguồn vốn	44.730	63.164	67.843	73.184
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	768	942	942	942

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	841	6.566	5.343	3.230
LNST sau lợi ích CĐTS	382	1.645	2.961	3.815
Khấu hao	165	192	208	245
Thay đổi vốn lưu động	3.344	-20.021	-6.638	-4.682
Điều chỉnh khác	-2.740	-372	-154	53
Tiền từ HĐ kinh doanh	1.152	-18.556	-3.623	-569
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-475	-213	-338	-478
Đầu tư ròng	-1.400	448	361	299
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.874	235	22	-179
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	1	4.162	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	34	1.839	-515	-232
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	6.419	11.096	2.003	1.013
Khác	-7	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	6.447	17.097	1.488	780
Lưu chuyển tiền thuần	5.725	-1.223	-2.113	33
Tiền cuối năm	6.566	5.343	3.230	3.263

Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

Phụ lục
Các KCN của KBC

Hình 13: Danh mục KCN của KBC tính đến cuối quý 3/2025

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	139	65	68%
Tân Phú Trung	TP.HCM	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	60**	410	13%
CCN Hưng Yên*	Hưng Yên	93,9%	2021	225	147	86	61	59%
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 (MOU)	~40	56%
TỔNG CỘNG				~3.600	~2.400	~1.600	~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*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
CCN Kim Thi*	Hưng Yên	93,9%	2021	75	49	0	49	0%
Kim Thành 2*	Hải Dương	93,9%	2025	437	284	0	284	0%
Bình Giang	Hải Dương	100,0%	2025	148	~96	0	~96	0%
Phú Bình	Thái Nguyên	100,0%	2025	675	~439	0	~439	0%
Sông Hậu 2	Hậu 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 mới nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho 3 trong số 5 dự án CCN tại tỉnh Hưng Yên (CCN Đặng Lễ, Kim Động và Chính Nghĩa) và cho giai đoạn 1 của KCN Kim Thành 2 (235 ha tổng diện tích) được liệt kê ở trên; (**) Bao gồm khoảng 30 ha các biên bản ghi nhớ (MOU) đã ký vào tháng 5/2025 và một hợp đồng thuê đất tiềm năng khoảng 30 ha với CTP Invest Ltd như một phần của doanh số bán đất từ đầu năm đến nay tại KCN Tràng Duệ 3.

KCN Tràng Duệ 3 (653 ha) là phần mở rộng của các KCN Tràng Duệ 1 (188 ha) và Tràng Duệ 2 (214 ha) tại Hải Phòng, và nằm liền kề các KCN hiện hữu này. LG là khách thuê chủ chốt của KBC tại Tràng Duệ 1 và 2.

Sau khi nhận được quyết định phê duyệt chủ trương đầu tư của Thủ tướng Chính phủ vào tháng 1/2025, KBC đã ký các MOU cho khoảng 30 ha tính từ đầu năm đến nay. Gần đây, CTP Invest Ltd (đơn vị sở hữu và quản lý một trong những mạng lưới khu công nghiệp và logistics lớn nhất Châu Âu và có trụ sở chính tại Hà Lan) có kế hoạch khởi công dự án cơ sở hạ tầng và NXXS rộng 30 ha vào năm 2026 tại KCN Tràng Duệ 3, cho thấy tiềm năng cho thuê đất KCN của KBC.

Chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao đất tại KCN Trảng Duệ 3 sẽ bắt đầu vào năm 2026, với việc KBC đã giải phóng mặt bằng khoảng 200 ha tính đến thời điểm hiện tại.

Các dự án KĐT của KBC

Hình 14: Các dự án KĐT của KBC

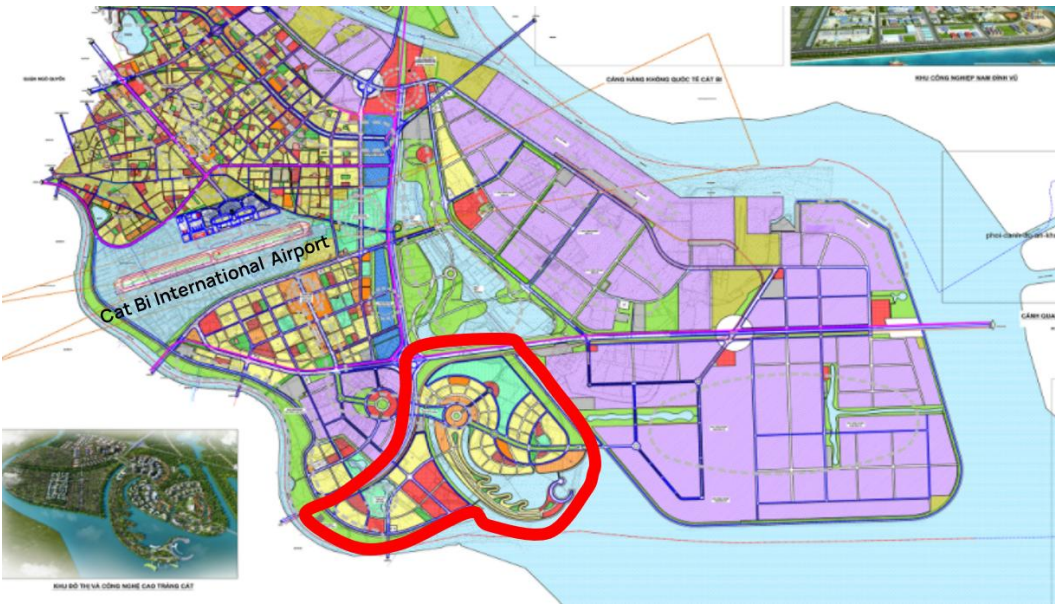
KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	% đã bàn giao	Năm ra mắt	% diện tích hoàn tất giải phóng mặt bằng
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	114,6	44,5	27%	2027F*	77%
Trảng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	22,6	57%	2019	100%
Trảng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	282,1	0%	2026F	100%
Trump International Hưng Yên ^	Hưng Yên	93,9%	888,5	135,8**	0%	2026G	N/A
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 Trảng Cát nằm cách Sân bay Quốc tế Cát Bi khoảng 10 km, tiếp giáp với đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. KĐT Trảng 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 Trảng Cát



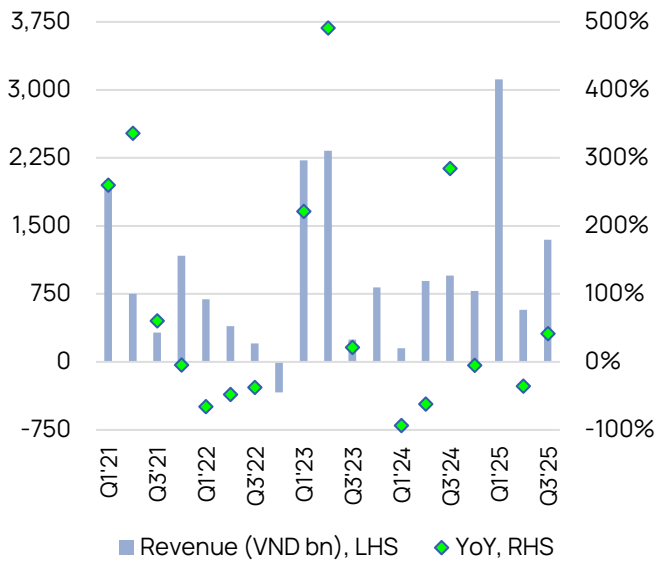
Nguồn: KBC, Vietcap

KĐT Phúc Ninh là dự án khu dân cư có quy mô 115 ha, tọa lạc trên trục đường Đầu 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.

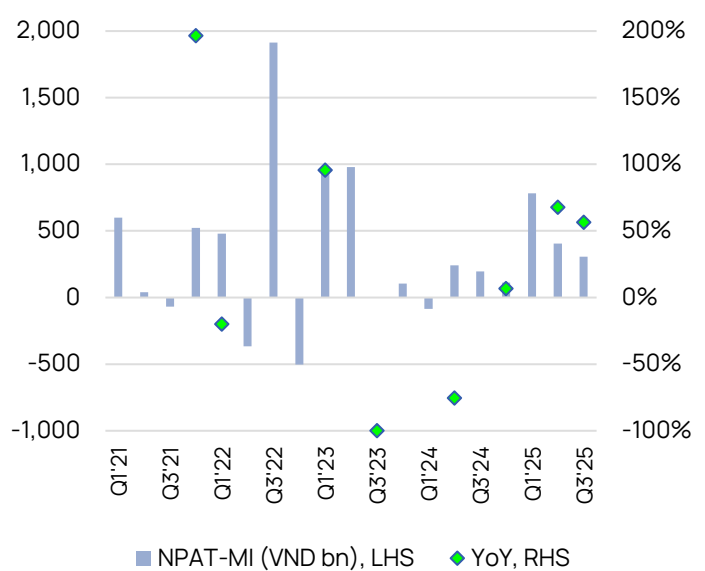
KQKD hàng quý của KBC

Hình 16: Doanh thu



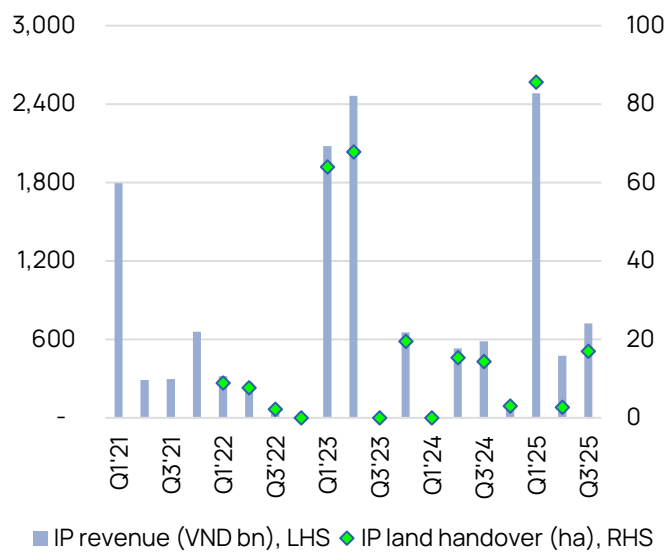
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS



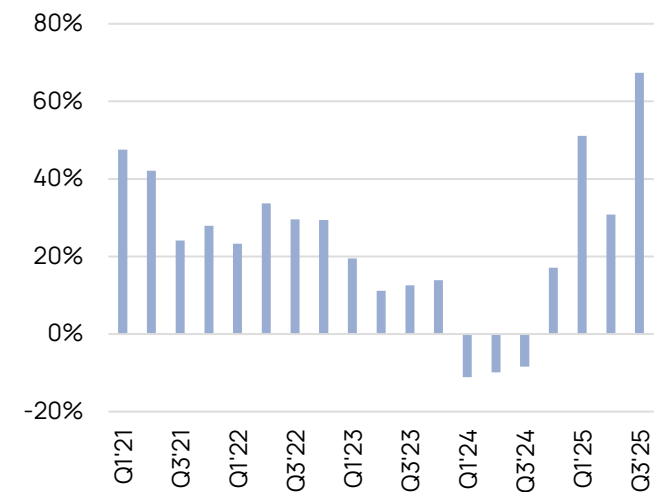
Nguồn: KBC, Vietcap

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



Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 19: Nợ vay ròng/VCSH



Nguồn: KBC, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 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 Thực, 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

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@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.