



## Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

MUA +33,0%

Ngành	BDS & KCN
Ngày báo cáo	13/03/2026
Giá hiện tại	31.950 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>42.500 VND</b>
GMT gần nhất	42.500 VND
TL tăng	+33,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+33,0%</b>

GT vốn hóa	29 nghìn tỷ đồng
Room KN	11,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	174,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	941,8 tr
Pha loãng	941,8 tr

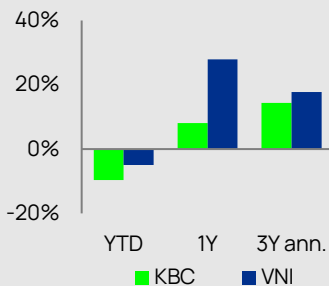
	KBC	Peers*	VNI
P/E (trượt)	14,0x	13,8x	15,5x
P/B (ht)	1,2x	1,6x	2,1x
ROE	9,9%	16,5%	14,5%
ROA	3,9%	5,5%	2,1%

\* 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

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.687	10.456	14.743	17.515
% YoY	140,9%	56,4%	41,0%	18,8%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.442	4.482	5.906	7.972
% YoY	236,5%	83,6%	31,8%	35,0%
LNST - CĐTS (tỷ đồng)	2.147	2.979	3.872	5.296
% YoY	462,1%	38,8%	30,0%	36,8%
EPS	358,1%	38,8%	30,0%	36,8%
Biên LN gộp	47,7%	52,2%	49,7%	54,7%
Biên LN từ HĐKD	36,5%	42,9%	40,1%	45,5%
Biên LN ròng	32,1%	28,5%	26,3%	30,2%
ROE	9,9%	11,3%	13,0%	15,4%
Nợ ròng/CSH	75,5%	82,1%	70,4%	56,6%
P/E	14,0x	10,1x	7,8x	5,7x
P/B	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x

## Quỹ đất và backlog chưa ghi nhận lớn hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 42.500 đồng/CP cho KBC. Giá mục tiêu của chúng tôi không thay đổi do việc đưa dự án Láng Hạ (được mua lại vào tháng 12/2025), giá trị sổ sách của các CTLK cao hơn, và định giá cao hơn đối với KCN Quế Võ 2 bị ảnh hưởng bởi việc dự báo doanh số cho thuê/bàn giao đất KĐT giai đoạn 2026-28 giảm 21% và nợ ròng cuối năm 2025 tăng.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2026-27, tăng 39% YoY, đạt 3,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và tăng thêm 30% trong năm 2027, được thúc đẩy bởi (1) dự báo lượng bàn giao đất KCN và giá cho thuê trung bình tăng YoY, nhờ các dự án trọng điểm đang triển khai như KCN Trảng Duệ 3 (TD3), KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) và KCN Quế Võ 2 Mở rộng, và (2) dự kiến mở bán KĐT Trảng Cát trong năm 2026 và mở bán trở lại KĐT Phúc Ninh trong năm 2027.
- Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026/27, khi mức tăng trong dự báo lượng bàn giao đất KCN bị ảnh hưởng bởi (1) dự báo doanh số cho thuê đất KĐT Trảng Cát chững lại (lần lượt giảm 17%/20% so với dự báo trước đây trong năm 2026/27) và (2) giá định biên lợi nhuận gộp giảm để phản ánh chi phí xây dựng cao hơn.
- Chúng tôi đánh giá KBC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam, được hỗ trợ bởi tệp khách thuê chất lượng cao (LG, Foxconn, Goertek) và quỹ đất KCN và KĐT lớn, có vị trí chiến lược, tập trung tại miền Bắc. Chúng tôi ước tính diện tích KCN còn lại có thể cho thuê vào cuối năm 2025 ở mức ~2.500 ha, bao gồm ~450 ha đã giải phóng mặt bằng và sẵn sàng cho thuê, tạo nền tảng tăng trưởng vững chắc.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Chậm trễ trong việc mở bán các dự án mới và/hoặc khách thuê trì hoãn đầu tư; diễn biến bất lợi trong thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam.

### Backlog cho thuê đất KCN chưa ghi nhận doanh thu lớn sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng KCN trong năm 2026:

Chúng tôi dự báo lượng bàn giao đất KCN sẽ tăng lần lượt 28%/15% YoY lên mức 157 ha/181 ha trong năm 2026/27, (từ mức 123 ha trong năm 2025). Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi (1) phần backlog chưa ghi nhận doanh thu lớn (148 ha) ghi nhận vào cuối năm 2025 của KBC, bao gồm 96 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng (chủ yếu cho Luxshare), 40 ha tại KCN Trảng Duệ 3, và 12 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL), và (2) các dự án mới mở bán, đáng chú ý là các KCN tại Long An (Lộc Giang và Tân Tập) và các cụm công nghiệp (CCN) tại Long An. Chúng tôi cũng kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận phần đóng góp vào doanh số cho thuê từ các dự án đang triển khai như KCN NSHL, KCN Tân Phú Trung, và các CCN tại Hưng Yên.

**Mảng khu đô thị (KĐT) sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng trung và dài hạn:** Chúng tôi dự báo lượng bàn giao đất KĐT sẽ đạt 15,3 ha/30,5 ha trong các năm 2026/27, chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về việc lượng bàn giao tại KĐT Trảng Cát (Hải Phòng; 585 ha) sẽ ghi nhận ở mức

khoảng 10 ha trong năm 2026, sau đó là khoảng 12 ha trong các năm tiếp theo, cùng với việc mở bán lại dự kiến của KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh) trong năm 2027, với khoảng 11,5 ha chủ yếu đến từ việc bàn giao backlog chưa ghi nhận doanh thu trước đó. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng KĐT Tràng Cát sẽ bắt đầu bán lô lớn trong năm 2026 với giả định giá bán trung bình sẽ ở mức 23 triệu đồng/m<sup>2</sup>, do dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý, hoàn thành giải phóng mặt bằng và nộp tiền sử dụng đất, kết hợp với mức nền chi phí hấp dẫn và dư địa tăng giá từ thời gian đầu tư dài của KBC kể từ năm 2006. Chúng tôi đã đưa giá trị sổ sách của dự án Trump International Hưng Yên vào định giá, nhưng chưa đưa bất kỳ phần đóng góp lợi nhuận nào vào dự báo của chúng tôi, dù chúng tôi cho rằng dự án này có thể mang lại thêm tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

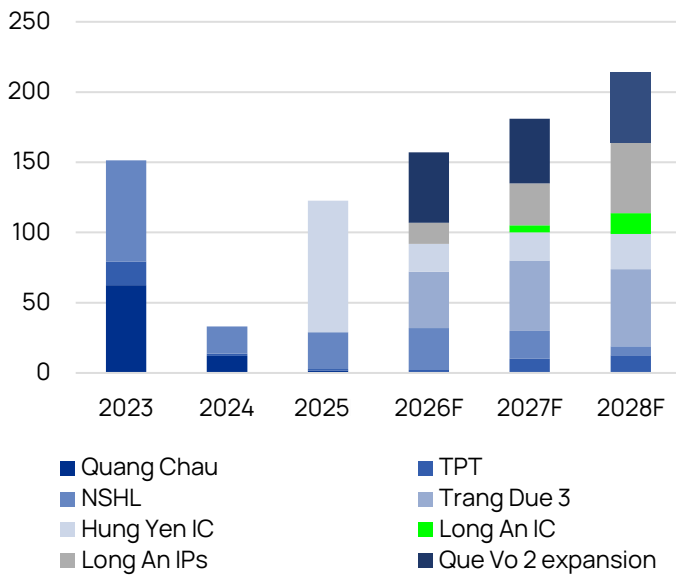
## Triển vọng năm 2026: Bàn giao đất KCN Trảng Duệ 3 và KCN Quế Võ 2 Mở rộng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

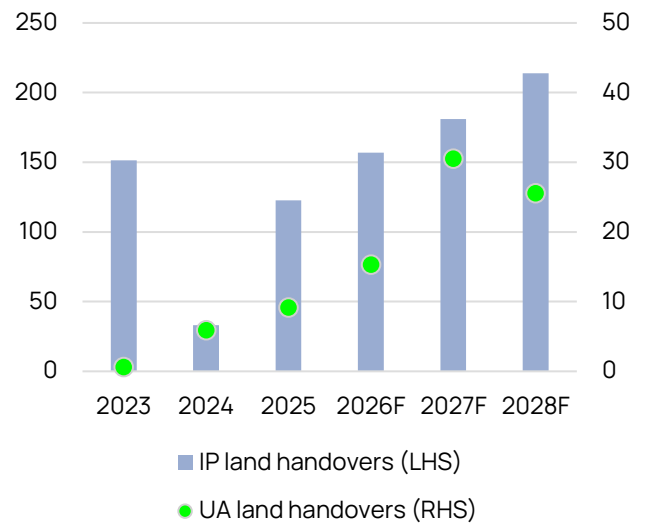
Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới/2025	Dự báo 2026 mới/cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Bán đất KCN (ha)	250	140	157	-37%	12%	
Bàn giao đất KCN (ha)	123	140	157	28%	12%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lượng bàn giao đất KCN, nhằm chủ yếu phản ánh mức backlog chưa ghi nhận doanh thu cuối năm 2025 cao hơn kỳ vọng (ở mức 148 ha), bao gồm 96 ha tại KCN Quế Võ 2 mở rộng (chủ yếu cho Luxshare), 40 ha tại KCN Trảng Duệ 3 (TD3), và 12 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL).  * Chúng tôi dự báo lượng bàn giao đất KCN sẽ tăng mạnh 28% YoY lên mức 157 ha (trong đó khoảng 65% đến từ backlog chưa ghi nhận doanh thu), nhờ được thúc đẩy bởi TD3, KCN Quế Võ 2 mở rộng, NSHL, và các KCN tại Long An (Tân Tập và Lộc Giang).
Bàn giao đất KĐT (ha)	9,2	17,3	15,3	67%	-12%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lượng bàn giao đất KĐT, chủ yếu do kỳ vọng lượng bàn giao tại KĐT Trảng Cát sẽ giảm xuống còn khoảng 10 ha (-17% so với dự báo trước đây), đồng thời giả định ghi nhận mức bàn giao khoảng 5 ha đến từ các dự án nhà ở xã hội (Thị trấn Nénh và Trảng Duệ).
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6.687</b>	<b>10.238</b>	<b>10.456</b>	<b>56%</b>	<b>2%</b>	
- KCN	4.396	5.846	6.535	49%	12%	* Bên cạnh mức tăng YoY của lượng bàn giao đất KCN, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình trong năm 2026 sẽ tăng YoY (nhờ được hỗ trợ bởi TD3, KCN Quế Võ 2 mở rộng, và các KCN tại Long An) so với dự báo năm 2025 của chúng tôi (nhờ được thúc đẩy bởi các KCN tại Hưng Yên và KCN NSHL).
- KĐT	1.460	3.639	3.187	118%	-12%	
- Khác	832	754	734	-12%	-3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.191</b>	<b>5.452</b>	<b>5.462</b>	<b>71%</b>	<b>0%</b>	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-750	-876	-980	31%	12%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>2.442</b>	<b>4.577</b>	<b>4.482</b>	<b>84%</b>	<b>-2%</b>	
Thu nhập tài chính	681	361	468	-31%	30%	
Chi phí tài chính	-705	-1.083	-1.203	71%	11%	* Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng mạnh YoY do dự báo tổng nợ cuối năm 2025 sẽ tăng lên mức 28,6 nghìn tỷ đồng (+183% YoY và +24% so với dự báo trước đây của chúng tôi), chủ yếu để tài trợ cho việc phát triển các dự án quy mô lớn như KĐT Trảng Cát và Trump International Hưng Yên.
Thu nhập ròng từ các CTLK	180	91	178	-1%	94%	
Lãi/lỗ ròng khác	328	0	0	N.M.	0%	
<b>LNTT</b>	<b>2.925</b>	<b>3.946</b>	<b>3.925</b>	<b>34%</b>	<b>-1%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>2.147</b>	<b>2.961</b>	<b>2.979</b>	<b>39%</b>	<b>1%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>47,7%</b>	<b>53,3%</b>	<b>52,2%</b>			
- KCN	55,5%	58,3%	55,6%			
- KĐT	13,7%	46,4%	44,3%			* Tăng YoY, chủ yếu nhờ đóng góp từ dự án mới - KĐT Trảng Cát - được dự báo sẽ có biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án nhà ở xã hội.
Biên LN từ HĐKD	36,5%	44,7%	42,9%			
<b>Biên LN ròng</b>	<b>32,1%</b>	<b>28,9%</b>	<b>28,5%</b>			

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

**Hình 2: Cơ cấu dự báo bàn giao đất KCN (ha) của KBC**



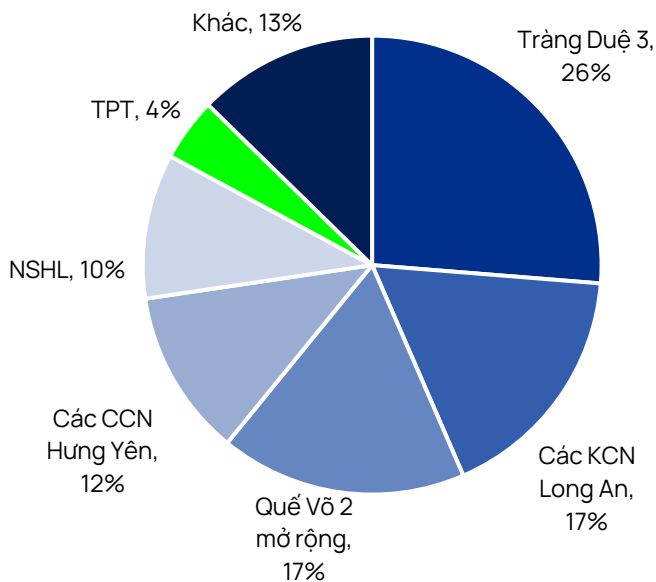
**Hình 3: Dự báo bàn giao đất KCN và KĐT (ha) của KBC**



Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tương ứng với lượng bàn giao trong giai đoạn 2026-2028.

Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

**Hình 4: Cơ cấu dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN giai đoạn 2026-2028 của KBC**



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

- KCN Trảng Duyệt 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 Quế Võ 2 mở rộng (trong số các KCN khác): Theo KBC, công ty đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) và hợp đồng cho khoảng 96 ha tại KCN này, chủ yếu với Luxshare.
- Các CCN tại Hưng Yên: Chủ yếu là các khách thuê ngành điện tử công nghệ cao đến từ Hàn Quốc.
- KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL): Foxconn, Goertek, Luxshare (điện tử; các nhà cung cấp của Apple).
- KCN Tân Phú Trung (TPT): Shopee, Best Express, CP Việt Nam (logistics và F&B), Accelerated Infrastructure Capital (trung tâm dữ liệu).

**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 duy trì giá mục tiêu cho KBC ở mức 42.500 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do (1) việc đưa giá trị sổ sách cuối năm 2025 của dự án Láng Hạ (tòa nhà văn phòng và thương mại cao 31 tầng trên đường Láng Hạ, Hà Nội; tổng diện tích khu đất 4.000 m<sup>2</sup>; được mua vào tháng 12/2025), (2) giá trị sổ sách cao hơn của các công ty liên kết (được ghi nhận trong tài sản khác), và (3) định giá cao hơn cho KCN Quế Võ 2 (được ghi nhận trong các KCN khác) nhờ backlog chưa ghi nhận doanh thu cuối năm 2025 mạnh hơn kỳ vọng, được bù đắp bởi (4) việc chúng tôi giảm 21% dự báo tổng doanh số bán hàng và lượng bàn giao đất KĐT giai đoạn 2026–28, do chúng tôi kỳ vọng tốc độ hấp thụ của thị trường đối với giao dịch lô lớn có thể chậm lại trong môi trường lãi suất cao hơn, và (5) ròng cuối năm 2025 cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi.

**Hình 5: Tóm tắt định giá**

Tỷ trọng	Phương pháp	NPV dự án	Sở hữu	NPV cho KBC
<b>KCN</b>				<b>20.875</b>
KCN Tân Phú Trung	CKDT	2.251	72,8%	1.639
KCN NSHL	CKDT	1.092	100,0%	1.092
KCN Trảng Duệ 3	CKDT	5.946	89,3%	5.307
Cụm công nghiệp Long An	CKDT	1.749	84,4%	1.476
Cụm công nghiệp Hưng Yên	CKDT	1.376	93,9%	1.293
KCN Long An	CKDT	8.840	55,8%	4.935
Khác*		5.211	93,9-100%	5.133
<b>KĐT</b>				<b>33.475</b>
KĐT Phúc Ninh	CKDT	2.548	100,0%	2.548
KĐT Trảng Duệ	CKDT	734	89,3%	655
KĐT Trảng Cát	CKDT	26.001	100,0%	26.001
Trump International Hưng Yên	Giá trị sổ sách			740
Dự án Láng Hạ	Giá trị sổ sách			3.530
<b>Các tài sản khác**</b>	<b>GTSS &amp; CKDT</b>			<b>10.335</b>
<b>Tổng giá trị phát triển NPV</b>				<b>64.684</b>
(+) Tiền mặt và tương đương tiền				8.448
(-) Tổng nợ				28.638
<b>NAV</b>				<b>44.494</b>
Chiết khấu cho NAV			10%	
<b>NAV chiết khấu</b>				<b>40.045</b>
CP đang lưu hành (tr)				942
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>				<b>42.500</b>
TL tăng				+33,0%
Lợi suất cổ tức				0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>				<b>+33,0%</b>
P/B dự phóng năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu				1,4x/ 1,3x/ 1,1x
P/E dự phóng năm 2026/27/28 tại giá mục tiêu				13,4x/ 10,3x/ 7,6x

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; (\*\*) Tài sản khác bao gồm các dự án khác được ghi nhận trong hàng tồn kho (chủ yếu là Thị trấn Nển và nhà ở xã hội Trảng Duệ), BĐS đầu tư ròng (chủ yếu là RBF và RBW), và các khoản đầu tư vào công ty liên kết.

Hình 6: 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/m <sup>2</sup> )*	20,0	21,5	23,0	24,5	26,0
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	38.900	40.700	<b>42.500</b>	44.300	46.000

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

Hình 7: 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%
<b>Chi phí VCSH %</b>	<b>17,2%</b>	<b>17,2%</b>
<b>Chi phí nợ vay %</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
Nợ vay %	35,0%	35,0%
Vốn %	65,0%	65,0%
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
<b>WACC %</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Phân tích độ nhạy của WACC đối với giá mục tiêu, các yếu tố khác không thay đổi

WACC	13,4%	13,9%	<b>14,4%</b>	14,9%	15,4%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	45.300	43.900	<b>42.500</b>	41.100	39.800

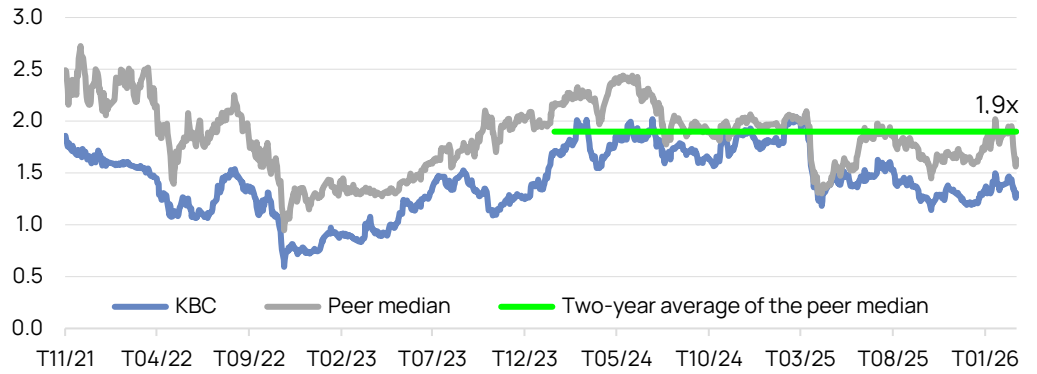
Nguồn: Vietcap

Hình 9: 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	740	512	11,8	54	27,0	8,7	16,5	5,5	13,8	1,9
PHR	301	69	9,9	20	11,6	-48,0	13,2	8,5	16,6	1,7
SZC	196	42	26,1	13	14,2	63,2	10,9	4,2	14,9	1,6
SIP	519	331	10,3	52	15,9	-18,7	27,0	5,0	10,3	1,3
IDC	600	330	-2,9	74	-3,2	-18,0	32,0	9,2	8,2	1,6
<b>Trung vị</b>	<b>519</b>	<b>330</b>	<b>10,3</b>	<b>52</b>	<b>14,2</b>	<b>-18,0</b>	<b>16,5</b>	<b>5,5</b>	<b>13,8</b>	<b>1,6</b>
<b>Trung bình</b>	<b>471</b>	<b>257</b>	<b>11,0</b>	<b>43</b>	<b>13,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>19,9</b>	<b>6,5</b>	<b>12,8</b>	<b>1,6</b>
<b>KBC</b>	<b>1.148</b>	<b>255</b>	<b>140,9</b>	<b>82</b>	<b>462,1</b>	<b>75,5</b>	<b>9,9</b>	<b>3,9</b>	<b>14,0</b>	<b>1,2</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 13/03/2026). Lưu ý: (\*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa ghi nhận ngắn và dài hạn.

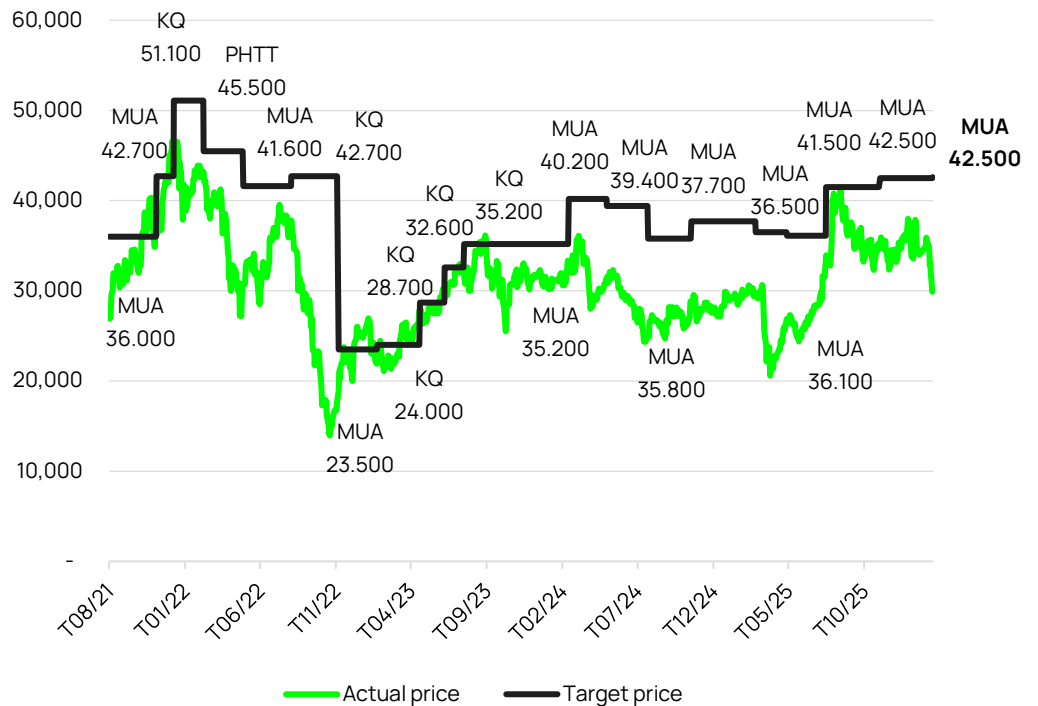
Hình 10: P/B điều chỉnh cho KBC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 13/03/2026)

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 11: 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

QQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>6.687</b>	<b>10.456</b>	<b>14.743</b>	<b>17.515</b>
Giá vốn hàng bán	-3.496	-4.993	-7.422	-7.928
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.191</b>	<b>5.462</b>	<b>7.322</b>	<b>9.587</b>
Chi phí bán hàng & marketing	-162	-343	-566	-646
Chi phí quản lý DN	-588	-637	-849	-969
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.442</b>	<b>4.482</b>	<b>5.906</b>	<b>7.972</b>
Doanh thu tài chính	681	468	439	505
Chi phí tài chính	-705	-1.203	-1.247	-1.330
Trong đó, chi phí lãi vay	-639	-1.203	-1.247	-1.330
Lợi nhuận từ công ty LDLK	180	178	178	178
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	328	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>2.925</b>	<b>3.925</b>	<b>5.276</b>	<b>7.325</b>
Thuế TNDN	-698	-785	-1.055	-1.465
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>2.227</b>	<b>3.140</b>	<b>4.221</b>	<b>5.860</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	-80	-161	-349	-564
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>2.147</b>	<b>2.979</b>	<b>3.872</b>	<b>5.296</b>
<b>LNST sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>2.147</b>	<b>2.979</b>	<b>3.872</b>	<b>5.296</b>
EBITDA	3.727	5.320	6.734	8.911
EPS báo cáo, VND	2.280	3.163	4.111	5.623
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	140,9%	56,4%	41,0%	18,8%
LN từ HĐKD	236,5%	83,6%	31,8%	35,0%
LNTT	304,8%	34,2%	34,4%	38,8%
EPS báo cáo	358,1%	38,8%	30,0%	36,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	47,7%	52,2%	49,7%	54,7%
Biên LN từ HĐKD	36,5%	42,9%	40,1%	45,5%
Biên EBITDA	55,7%	50,9%	45,7%	50,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	32,1%	28,5%	26,3%	30,2%
ROE	9,9%	11,3%	13,0%	15,4%
ROA	3,9%	4,4%	5,5%	7,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	2.130	2.219	1.733	1.734
Số ngày phải thu	839	619	450	386
Số ngày phải trả	59	41	31	31
TG luân chuyển tiền	2.910	2.797	2.152	2.088
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	3,7x	4,2x	4,6x	5,7x
CS thanh toán nhanh	1,9x	1,8x	2,0x	2,4x
CS thanh toán tiền mặt	0,6x	0,4x	0,4x	0,7x
Nợ/Tài sản	41,1%	40,1%	38,4%	36,8%
Nợ/Vốn sử dụng	51,7%	49,9%	46,9%	43,2%
Nợ/Vốn CSH	75,5%	82,1%	70,4%	56,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,8x	3,7x	4,7x	6,0x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	8.387	5.130	6.034	7.724
Đầu tư TC ngắn hạn	1.917	1.917	1.917	1.917
Các khoản phải thu	17.431	18.022	18.344	18.656
Hàng tồn kho	26.955	33.771	36.701	38.605
TS ngắn hạn khác	528	528	528	528
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>55.217</b>	<b>59.368</b>	<b>63.523</b>	<b>67.429</b>
TS cố định (nguyên giá)	1.045	1.358	1.801	2.326
- Khấu hao	-556	-748	-960	-1.215
TS cố định (ròng)	489	611	841	1.111
Đầu tư TC dài hạn	7.719	7.719	7.719	7.719
TS dài hạn khác	6.326	6.355	6.385	6.423
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>14.534</b>	<b>14.685</b>	<b>14.945</b>	<b>15.253</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>69.751</b>	<b>74.052</b>	<b>78.468</b>	<b>82.682</b>
Phải trả ngắn hạn	595	538	708	620
Nợ vay ngắn hạn	2.793	1.851	1.569	1.654
Nợ ngắn hạn khác	11.576	11.733	11.406	9.597
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>14.964</b>	<b>14.123</b>	<b>13.684</b>	<b>11.870</b>
Nợ vay dài hạn	25.845	27.876	28.546	28.764
Nợ dài hạn khác	2.196	2.169	2.133	2.083
<b>Tổng nợ</b>	<b>43.006</b>	<b>44.168</b>	<b>44.363</b>	<b>42.717</b>
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	9.418	9.418	9.418	9.418
Thặng dư vốn cổ phần	5.163	5.163	5.163	5.163
Lợi nhuận giữ lại	6.927	9.906	13.777	19.073
Vốn khác	3.336	3.336	3.336	3.336
Lợi ích CĐTS	1.900	2.061	2.410	2.975
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.745</b>	<b>29.884</b>	<b>34.105</b>	<b>39.965</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>69.751</b>	<b>74.052</b>	<b>78.468</b>	<b>82.682</b>
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	942	942	942	942

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>6.566</b>	<b>8.387</b>	<b>5.130</b>	<b>6.034</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	2.147	2.979	3.872	5.296
Khấu hao	163	192	212	256
Thay đổi vốn lưu động	-20.133	-7.307	-3.409	-4.113
Điều chỉnh khác	-230	-335	-126	9
<b>Tiền từ HĐ kinh doanh</b>	<b>-18.053</b>	<b>-4.471</b>	<b>548</b>	<b>1.447</b>
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-366	-343	-472	-564
Đầu tư ròng	-1.881	468	439	505
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-2.247</b>	<b>125</b>	<b>-33</b>	<b>-59</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	4.164	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	2.422	-942	-282	84
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	16.104	2.031	670	217
Khác	-569	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>22.120</b>	<b>1.089</b>	<b>388</b>	<b>302</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>1.821</b>	<b>-3.256</b>	<b>904</b>	<b>1.690</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>8.387</b>	<b>5.130</b>	<b>6.034</b>	<b>7.724</b>

Nguồn: KBC, Dự báo của Vietcap

## Phụ lục

### Các KCN của KBC

Hình 12: Danh mục KCN của KBC tính đến cuối năm 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
<b>Các KCN đang trong giai đoạn bán hàng</b>								
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%
Quang Châu & Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	89,0%	2006	516	346	346	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%
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89,3%	2025	653	470	60**	410	13%
CCN Hưng Yên*	Hưng Yên	93,9%	2021	225	147	94	53	64%
Quế Võ 2 mở rộng	Bắc Ninh	100,0%	2025	140	96	96	0	100%
Nam Tân Tập	Long An	38,4%	2021	245	159	50	109	~30%
<b>TỔNG CỘNG</b>				<b>~3.600</b>	<b>~2.400</b>	<b>~1.650</b>	<b>~750</b>	
<b>Các dự án KCN và CCN đã nhận được phê duyệt đầu tư từ Chính phủ</b>								
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%
Kim Thành 2 giai đoạn 1	Hải Dương	93,9%	2025	235	~141	0	~141	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%
<b>TỔNG CỘNG</b>				<b>~2.750</b>	<b>~1.850</b>	<b>0</b>	<b>~1.850</b>	
<b>Các dự án KCN và CCN chưa được Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư</b>								
CCN Ân Thi	Hưng Yên	93,9%	2021	~75	N/A	0	N/A	0%
CCN Kim Thi	Hưng Yên	93,9%	2021	~75	N/A	0	N/A	0%
Kim Thành 2 giai đoạn 2	Hải Dương	93,9%	2025	~202	N/A	0	N/A	0%

Nguồn: KBC, Vietcap. Lưu ý: Tổng diện tích cho thuê bao gồm backlog KCN chưa ghi nhận doanh thu; (\*) Các CCN tại Hưng Yên bao gồm CCN Đặng Lễ, CCN Kim Động và CCN Chính Nghĩa; (\*\*) Bao gồm khoảng 30 ha được ký vào tháng 5/2025 trong các biên bản ghi nhớ (MOU) và khoảng 30 ha cho thuê đất tiềm năng cho CTP Invest Ltd.

**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 trong tháng 5/2025. Ngoài ra, 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 Tràng 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 13: Các dự án KĐT của KBC

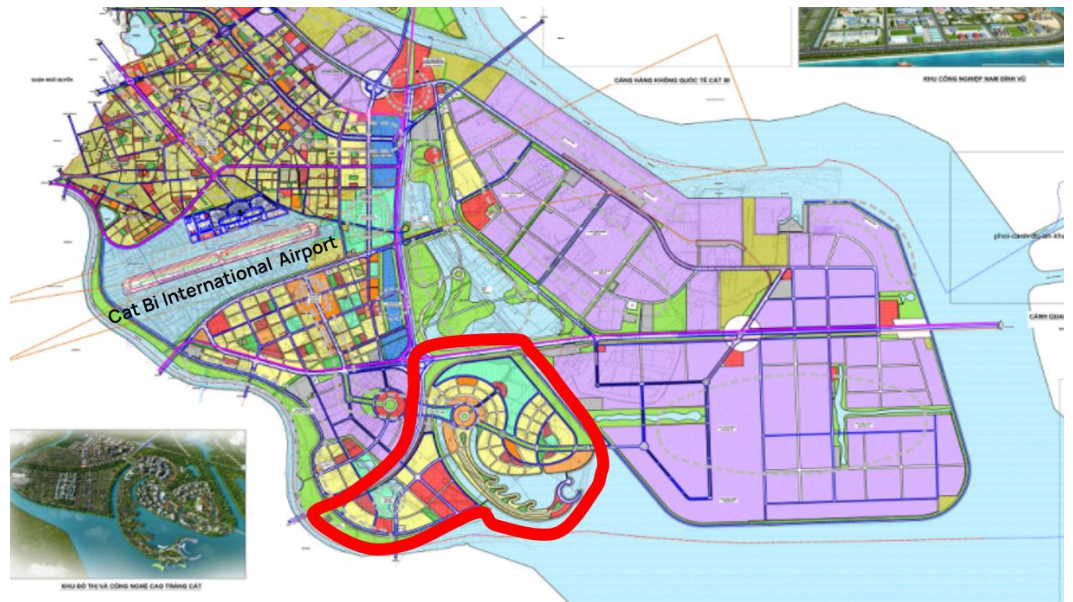
KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	% đã bàn giao	Năm ra mắt	% diện tích hoàn tất giải phóng mặt bằng
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	114,6	44,5	27%	2027F*	77%
Tràng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	22,6	57%	2019	100%
Tràng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	282,1	0%	2026F	100%
Trump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

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

**KĐT Tràng Cát** nằm cách Sân bay Quốc tế Cát Bi khoảng 10 km, tiếp giáp với đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng. KĐT Tràng Cát có tổng diện tích khoảng 585 ha và diện tích thương phẩm khoảng 282 ha, theo quy hoạch 1/500 sửa đổi. KBC hiện đang phối hợp với chính quyền địa phương để xây dựng tuyến đường kết nối từ dự án đến đường cao tốc Hà Nội - Hải Phòng.

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

Hình 14: Vị trí và quy hoạch của KĐT Tràng Cát



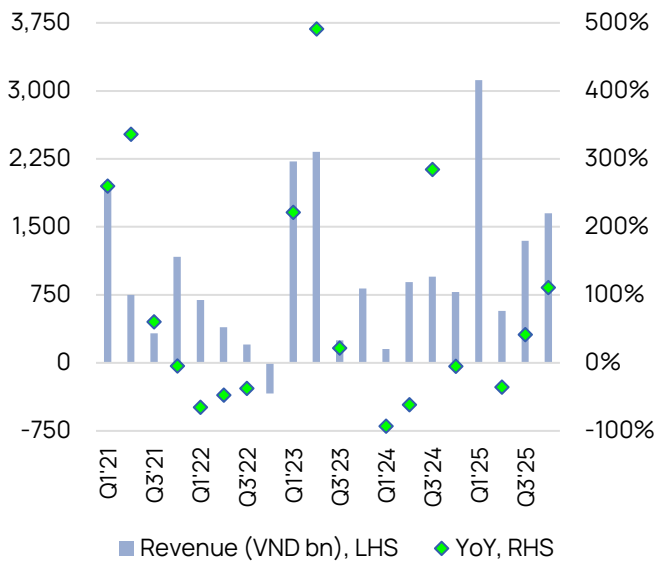
Nguồn: KBC, Vietcap

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

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

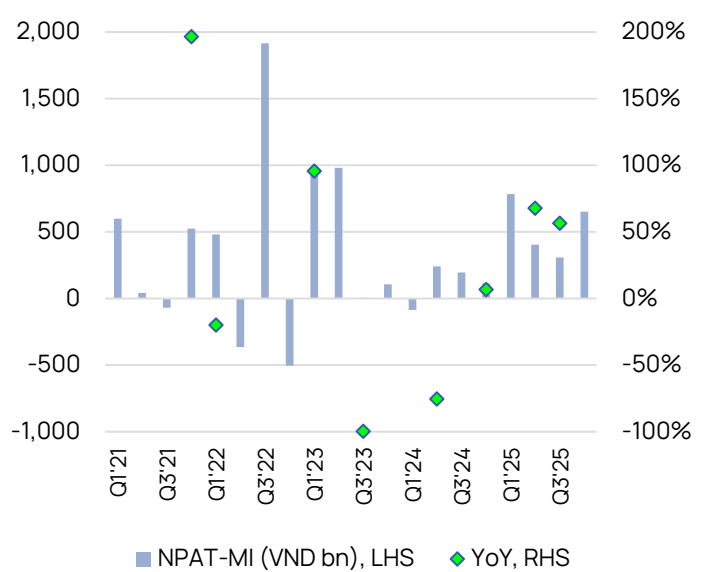
## KQKD hàng quý của KBC

Hình 15: Doanh thu



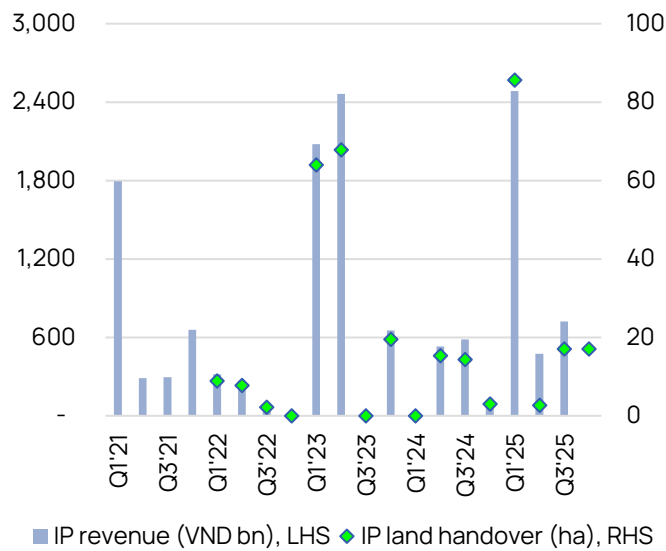
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS



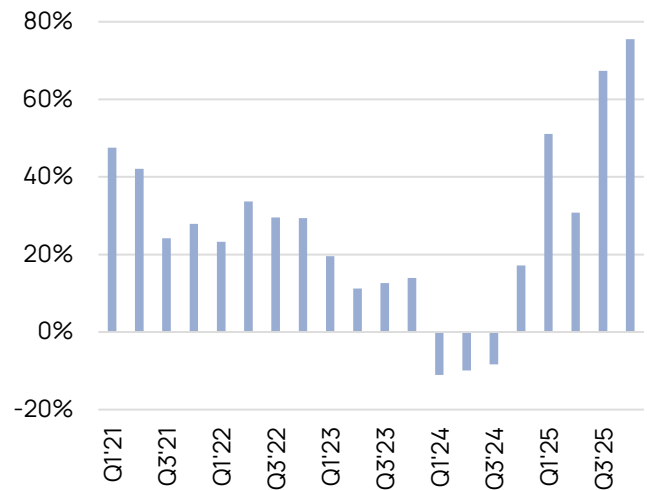
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 17: Doanh số và doanh thu cho thuê đất KCN



Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 18: Nợ vay ròng/VCSH



Nguồn: KBC, Vietcap

## 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 Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thủy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- 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, Phó Trưởng phòng, 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

## 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.

## 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.