

Tổng CT Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

MUA +35,8%

Ngành	KCN & BĐS
Ngày báo cáo	01/06/2026
Giá hiện tại	30.500 VND
Giá mục tiêu	40.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	42.500 VND
TL tăng	+32,5%
Lợi suất cổ tức	3,3%
Tổng mức sinh lời	+35,8%
GT vốn hóa	28,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	11,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	121,0 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	941,8 tr
Pha loãng	941,8 tr

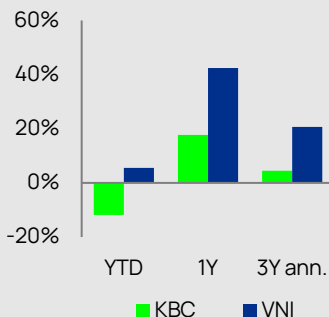
	KBC	Peers*	VNI
P/E (trượt)	15,3x	13,7x	15,3x
P/B (ht)	1,1x	1,8x	2,1x
ROE	8,5%	16,2%	15,1%
ROA	3,1%	5,1%	2,2%

* 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 con sở hữu khoảng 8.000 ha đất công nghiệp và đất dân cư. 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	8.407	13.076	17.536
% YoY	140,9%	25,7%	55,5%	34,1%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.437	3.648	5.168	7.091
% YoY	235,8%	49,7%	41,7%	37,2%
LNST - CĐTS (tỷ đồng)	2.104	2.417	3.302	4.588
% YoY	450,8%	14,9%	36,6%	38,9%
EPS	348,9%	14,9%	36,6%	38,9%
Biên LN gộp	47,7%	53,9%	49,1%	49,7%
Biên LN từ HĐKD	36,4%	43,4%	39,5%	40,4%
Biên LN ròng	31,5%	28,8%	25,3%	26,2%
ROE	9,7%	9,5%	12,0%	14,8%
Nợ vay ròng/CSH	75,5%	80,3%	75,2%	62,2%
P/E	13,7x	11,9x	8,7x	6,3x
P/B	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x

Doanh số bàn giao đất KCN duy trì tốt giúp hỗ trợ tăng trưởng 2026/27

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) trong khi điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu xuống mức 40.400 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) nợ vay ròng cao hơn tính đến cuối quý 1/2026 và (2) giá định thời điểm mở bán chậm hơn đối với Khu đô thị (KĐT) Trảng Cát và KĐT Phúc Ninh, một phần được bù đắp bởi (3) ảnh hưởng tích cực từ việc chuyển cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2027 và (4) định giá cao hơn của các tài sản khác.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt tăng 15%/37% YoY đạt 2,4 nghìn tỷ đồng/3,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/27. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 chủ yếu đến từ diện tích bàn giao đất khu công nghiệp (KCN) cao hơn và giá cho thuê trung bình tăng tại các dự án trọng điểm như KCN Trảng Duệ 3 (TD3), KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) và KCN Quế Võ 2 mở rộng. Đối với năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lượng bàn giao đất KCN/giá cho thuê trung bình tiếp tục tăng ổn định cùng với việc bắt đầu mở bán KĐT Trảng Cát sẽ thúc đẩy mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với cùng kỳ.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 19%/15% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27, chủ yếu do điều chỉnh tiến độ mở bán dự kiến của KĐT Trảng Cát sang năm 2027 (so với kỳ vọng thực hiện vào năm 2026 trong dự báo trước đây) trong bối cảnh điều kiện thị trường còn nhiều thách thức, và KĐT Phúc Ninh sang năm 2028 (so với kỳ vọng thực hiện trong năm 2027 trong dự báo trước đây) do các thủ tục pháp lý phát triển dự án có thể kéo dài, một phần được bù đắp bởi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng KCN cao hơn.
- Chúng tôi đánh giá KBC là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng dịch chuyển dòng vốn sản xuất sang Việt Nam, được hỗ trợ bởi danh mục khách thuê lớn (bao gồm LG, Foxconn và Goertek) cùng quỹ đất KCN và KĐT dồi dào, sở hữu vị trí chiến lược tập trung tại miền Bắc. Chúng tôi ước tính quỹ đất KCN còn lại có thể cho thuê mà KBC sở hữu chi phối tính đến cuối quý 1/2026 đạt khoảng 2.500 ha, bao gồm khoảng 500 ha đất đã giải phóng mặt bằng sẵn sàng mở bán, tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn.
- Dựa trên các dự báo của chúng tôi, KBC đang giao dịch ở mức P/B dự phóng các năm 2026/27 lần lượt là 1,1 lần/1,0 lần, thấp hơn mức P/B trung vị 5 năm là 1,4 lần.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Tiến độ mở bán các dự án mới bị chậm trễ và/hoặc tiến độ đầu tư của khách hàng trì hoãn; những diễn biến bất lợi trong chính sách thuế quan của Mỹ áp dụng đối với Việt Nam.

Việc ghi nhận backlog và các dự án mở bán mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng mảng KCN trong giai đoạn 2026/27:

Chúng tôi tiếp tục dự báo diện tích bàn giao đất KCN sẽ lần lượt tăng 28%/15% YoY lên mức 157 ha/181 ha trong các năm 2026/27, so với mức 123 ha trong năm 2025. Kết quả này được hỗ trợ bởi lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu khá lớn của KBC vào cuối quý 1/2026 với khoảng 165 ha, chủ yếu tại KCN Quế Võ 2 mở rộng, KCN Trảng Duệ 3 và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, cùng với việc triển khai mở bán các dự án sắp tới như KCN Lộc Giang (Long An, nay thuộc tỉnh Tây Ninh sau sáp nhập) vào năm 2026 và các KCN/CCN khác tại Long An vào năm 2027F. Chúng tôi

cũng kỳ vọng các dự án đang triển khai như KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và các CCN tại Hưng Yên sẽ tiếp tục đóng góp vào KQKD.

Đóng góp từ mảng KĐT tiếp tục là động lực tăng trưởng chính từ năm 2027: Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất KĐT sẽ lần lượt đạt 5,3 ha/20,0 ha/37,1 ha trong các năm 2026/27/28, được thúc đẩy bởi hoạt động bàn giao dự kiến tại KĐT Tràng Cát khoảng 10 ha/15 ha trong năm 2027/28, cùng với việc kỳ vọng mở bán lại KĐT Phúc Ninh vào năm 2028 nhờ lượng backlog chưa ghi nhận trước đó khoảng 11,5 ha. Chúng tôi kỳ vọng KĐT Tràng Cát sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2027 nhờ các thủ tục pháp lý, giải phóng mặt bằng và nộp tiền sử dụng đất đã hoàn tất, bên cạnh nền tảng giá vốn hấp dẫn. Chúng tôi đưa giá trị sổ sách của dự án Trump International Hưng Yên vào mô hình định giá nhưng chưa giả định đóng góp lợi nhuận vào dự báo, điều này có thể mang lại tiềm năng tăng giá bổ sung nếu tiến độ thương mại hóa diễn ra nhanh hơn dự kiến.

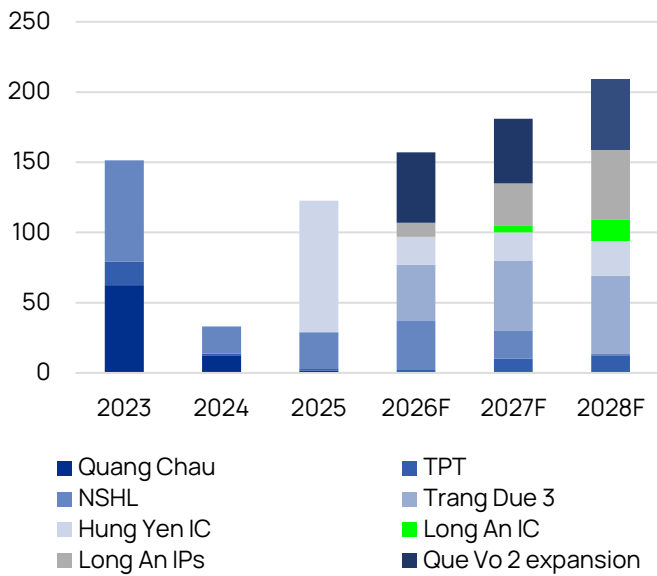
Triển vọng năm 2026: Hoạt động bàn giao đất tại KCN Tràng Duệ 3, KCN Quế Võ 2 mở rộng và KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ làm nền tảng cho tăng trưởng lợi nhuận

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	157	157	-37%	0%	* Trong quý 1/2026, KBC ghi nhận doanh số bán đất KCN đạt khoảng 30 ha chủ yếu từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và sau đó đã ký hợp đồng cho thuê lại đất với diện tích 22,45 ha tại KCN Tràng Duệ 3 (Hải Phòng) vào tháng 5/2026.
Bàn giao đất KCN (ha)	123	157	157	28%	0%	* Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất KCN sẽ tăng mạnh 28% YoY lên mức 157 ha (khoảng 15 ha đã được bàn giao trong quý 1/2026; giữ nguyên so với dự báo trước đây của chúng tôi), được thúc đẩy bởi KCN Tràng Duệ 3, KCN Quế Võ 2 mở rộng, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và các KCN tại Long An (Tân Tập và Lộc Giang). Dự báo tăng trưởng của chúng tôi được hỗ trợ bởi lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu khá lớn của KBC vào cuối quý 1/2026 với khoảng 165 ha.
Bàn giao đất KĐT (ha)	9,2	15,3	5,3	-42%	-65%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo diện tích bàn giao đất KĐT, chủ yếu do lùi thời gian bàn giao dự kiến tại KĐT Tràng Cát sang bắt đầu từ năm 2027 so với mức năm 2026 trước đây.
Doanh thu thuần	6.687	10.456	8.407	26%	-20%	
– KCN	4.396	6.535	6.766	54%	4%	* Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ giả định giá cho thuê trung bình cho một số KCN sau KQKD quý 1/2026.
– KĐT	1.460	3.187	887	-39%	-72%	
– Khác	831	734	754	-9%	3%	
Lợi nhuận gộp	3.190	5.462	4.534	42%	-17%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-753	-980	-886	18%	-10%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2.437	4.482	3.648	50%	-19%	
Thu nhập tài chính	679	468	517	-24%	10%	
Chi phí tài chính	-706	-1.203	-1.139	61%	-5%	* Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng chi phí tài chính sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ, do dự phóng số dư nợ vay bình quân cao hơn trong giai đoạn 2025–26, chủ yếu để tài trợ cho việc phát triển các siêu dự án KĐT Tràng Cát và dự án Trump International Hưng Yên.
Thu nhập ròng từ các CTLK	192	178	186	-3%	5%	
Lãi/lỗ ròng khác	328	0	0	N.M.	0%	
LNTT	2.929	3.925	3.212	10%	-18%	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.104	2.979	2.417	15%	-19%	
Biên lợi nhuận gộp	47,7%	52,2%	53,9%			
– KCN	56,4%	55,6%	58,7%			* Chúng tôi tăng giả định giá cho thuê trung bình và biên lợi nhuận gộp mảng KCN sau khi biên lợi nhuận trong quý 1/2026 cao hơn kỳ vọng.
– KĐT	13,7%	44,3%	16,6%			* Chúng tôi giảm giả định giá bán trung bình mảng KĐT chủ yếu do lùi thời gian bàn giao dự kiến tại KĐT Tràng Cát.
Biên LN từ HĐKD	36,4%	42,9%	43,4%			
Biên LN ròng	31,5%	28,5%	28,8%			

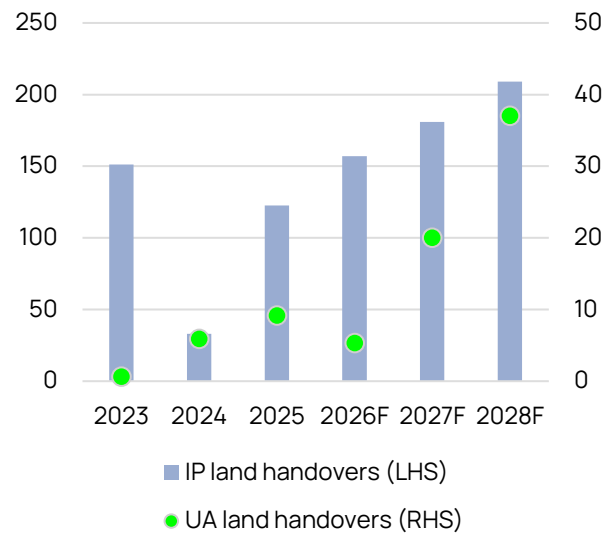
Nguồn: Báo cáo tài chính của KBC, dự báo của Vietcap

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



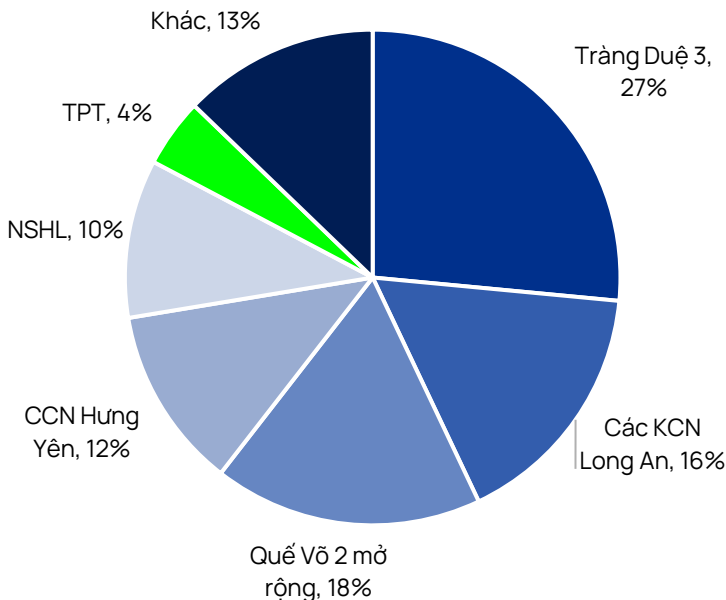
Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tương ứng với lượng bàn giao trong giai đoạn 2026-2028.

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



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 (RBF/RBW), Horn Việt Nam, IDIS Việt Nam, Halla Electronics Vina (điện tử) đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) vào năm 2025. CTP Invest Ltd đã ký hợp đồng thuê 22,45 ha vào tháng 5/2026 và bày tỏ sự quan tâm đến việc thuê thêm hơn 30 ha.
- KCN Quế Võ 2 mở rộng (cùng với các KCN khác): Theo KBC, công ty đã ký các MOU và hợp đồng cho khoảng 96 ha tại KCN này, chủ yếu là với Luxshare.
- Các CCN tại Hưng Yên: Chủ yếu là các khách thuê thuộc lĩnh vực 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 mức độ phụ thuộc tương đối cao vào các khách thuê FDI liên quan đến lĩnh vực điện tử, trong đó nhiều doanh nghiệp dựa vào Mỹ như một thị trường xuất khẩu trọng điểm.

Nguồn: Vietcap

Định giá

Chúng tôi định giá KBC bằng phương pháp RNAV. Chúng tôi định giá các dự án KCN và KĐT của KBC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) vì tin rằng đây là cách phù hợp nhất để định giá các dự án KCN và dự án nhà ở. Chúng tôi định giá các tài sản khác theo giá trị sổ sách, chủ yếu bao gồm các khoản đầu tư vào công ty liên kết. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu không đổi là 10% đối với RNAV ước tính do tính minh bạch còn hạn chế trong các hoạt động kế toán của công ty.

Chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu xuống còn 40.400 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) nợ vay thuần cao hơn tại thời điểm cuối quý 1/2026 và (2) việc chúng tôi điều chỉnh thời gian mở bán dự kiến đối với KĐT Trảng Cát sang năm 2027 (so với dự báo vào năm 2026 trước đây) và KĐT Phúc Ninh sang năm 2028 (so với dự báo vào năm 2027 trước đây), một phần được bù đắp bởi (3) tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2027 và (4) định giá cao hơn đối với các tài sản khác.

Hình 5: Tóm tắt định giá

Tỷ đồng	Phương pháp	NPV dự án	Sở hữu	NPV cho KBC
KCN				21.533
KCN Tân Phú Trung	CKDT	2.397	72,8%	1.746
KCN NSHL	CKDT	1.009	100,0%	1.009
KCN Trảng Duệ 3	CKDT	6.235	89,3%	5.565
Cụm công nghiệp Long An	CKDT	1.569	84,4%	1.323
Cụm công nghiệp Hưng Yên	CKDT	1.525	93,9%	1.433
KCN Long An	CKDT	9.073	55,5%	5.035
Khác*		5.513	93,9-100%	5.423
KĐT				33.166
KĐT Phúc Ninh	CKDT	2.288	100,0%	2.288
KĐT Trảng Duệ	CKDT	528	89,3%	471
KĐT Trảng Cát	CKDT	25.604	100,0%	25.604
Trump International Hưng Yên	Giá trị sổ sách			1.273
Dự án Láng Hạ	Giá trị sổ sách			3.530
Các tài sản khác**	GTSS & CKDT			10.766
Tổng giá trị phát triển NPV				65.466
(+) Tiền mặt và tương đương tiền				6.985
(-) Tổng nợ				30.154
NAV				42.297
Chiết khấu cho NAV				10%
NAV chiết khấu				38.067
CP đang lưu hành (tr)				942
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				40.400
TL tăng				+32,5%
Lợi suất cổ tức				3,3%
Tổng mức sinh lời				+35,8%
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				15,7x/ 11,5x/ 8,3x

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 Nếnh và nhà ở xã hội Trảng Duệ), BĐS đầu tư ròng (chủ yếu là NXXS và NKXS), 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 ²)*	20,0	22,0	24,0	26,0	28,0
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	35.900	38.200	40.400	42.700	44.900

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Giá định giá bán trung bình ròng khởi điểm của KĐT Trảng Cát (trong năm 2027)

Hình 7: Tóm tắt WACC

	Previous	Revised
Beta	1,4	1,4
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro thị trường %	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 8: 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)	43.300	41.800	40.400	39.100	37.800

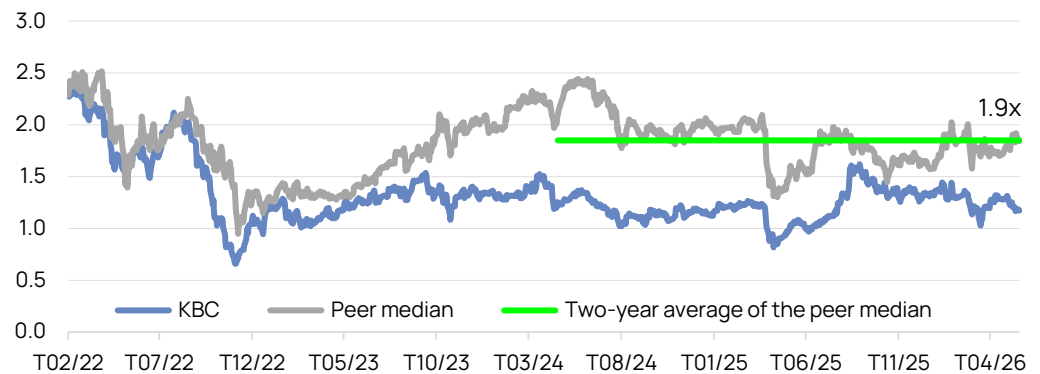
Nguồn: Vietcap

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	732	524	13,3	50	6,5	8,7	14,8	5,1	14,9	1,9
PHR	344	75	20,4	25	37,2	-49,5	16,2	10,7	13,7	1,9
SZC	169	30	-26,7	9	-34,5	63,2	11,0	4,2	19,4	1,3
SIP	477	337	11,4	50	2,4	-107,8	24,4	4,7	10,1	1,1
IDC	612	316	1,3	71	13,1	-18,0	30,5	8,7	8,7	1,8
Trung vị	477	316	11,4	50	6,5	-18,0	16,2	5,1	13,7	1,8
Trung bình	467	256	3,9	41	4,9	-20,7	19,4	6,7	13,4	1,6
KBC	1.090	186	-14,5	71	50,5	85,9	8,5	3,1	15,3	1,1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/5/2026). Lưu ý: (*) P/B điều chỉnh cho doanh thu chưa ghi nhận ngắn và dài hạn.

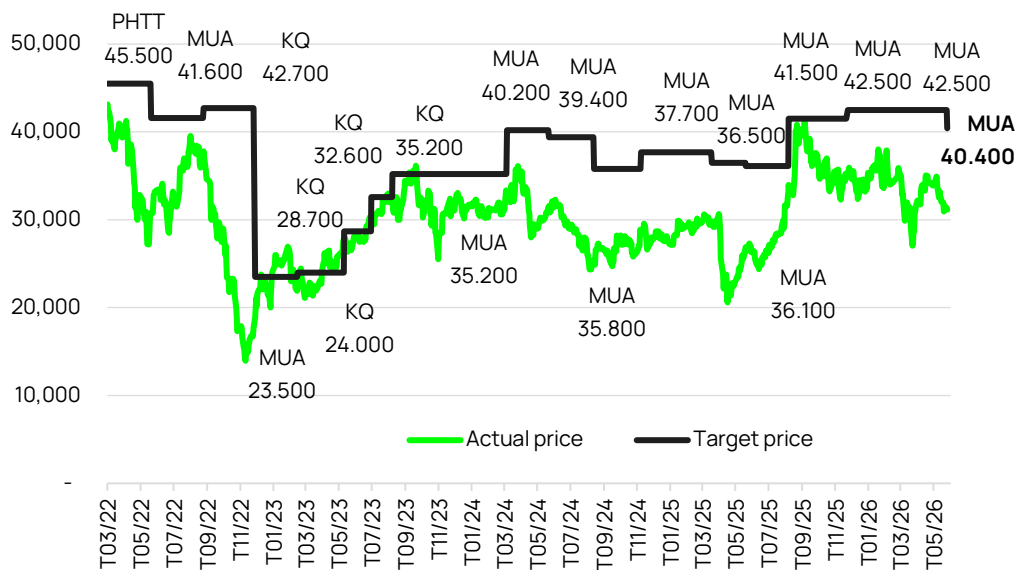
Hình 10: P/B điều chỉnh cho KBC và các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/5/2026)

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

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	6.687	8.407	13.076	17.536
Giá vốn hàng bán	-3.497	-3.873	-6.652	-8.814
Lợi nhuận gộp	3.190	4.534	6.424	8.722
Chi phí bán hàng & marketing	-162	-310	-503	-652
Chi phí quản lí DN	-591	-576	-754	-978
LN từ HĐKD	2.437	3.648	5.168	7.091
Doanh thu tài chính	679	517	464	468
Chi phí tài chính	-706	-1.139	-1.243	-1.301
Trong đó, chi phí lãi vay	-639	-1.139	-1.243	-1.301
Lợi nhuận từ công ty LDLK	192	186	186	186
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	328	0	0	0
LNTT	2.929	3.212	4.575	6.444
Thuế TNDN	-721	-642	-915	-1.289
LNST trước CĐTS	2.208	2.569	3.660	5.155
Lợi ích CĐ thiếu số	-105	-152	-357	-567
LNST sau CĐTS, báo cáo	2.104	2.417	3.302	4.588
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	2.104	2.417	3.302	4.588
EBITDA	3.750	4.555	6.040	8.010
EPS báo cáo, VND	2.234	2.567	3.507	4.872
DPS báo cáo, VND	0	2.000	0	0
DPS/EPS (%)	0%	78%	0%	0%

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Doanh thu	140,9%	25,7%	55,5%	34,1%
LN từ HĐKD	235,8%	49,7%	41,7%	37,2%
LNTT	305,4%	9,6%	42,5%	40,9%
EPS báo cáo	348,9%	14,9%	36,6%	38,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	47,7%	53,9%	49,1%	49,7%
Biên LN từ HĐKD	36,4%	43,4%	39,5%	40,4%
Biên EBITDA	56,1%	54,2%	46,2%	45,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	31,5%	28,8%	25,3%	26,2%
ROE	9,7%	9,5%	12,0%	14,8%
ROA	3,9%	3,6%	4,9%	6,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	2.135	2.814	1.877	1.561
Số ngày phải thu	682	517	343	265
Số ngày phải trả	59	53	33	32
TG luân chuyển tiền	2.758	3.278	2.187	1.794
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	4,6x	5,0x	5,3x	5,4x
CS thanh toán nhanh	2,3x	2,2x	2,2x	2,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x
Nợ/Tài sản	41,2%	41,2%	39,7%	36,5%
Nợ/Vốn sử dụng	51,7%	51,3%	49,2%	44,9%
Nợ/Vốn CSH	75,5%	80,3%	75,2%	62,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,8x	3,2x	4,2x	5,4x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	8.369	7.045	6.627	6.856
Đầu tư TC ngắn hạn	7.423	5.621	5.621	5.621
Các khoản phải thu	11.670	12.125	12.430	13.034
Hàng tồn kho	27.073	32.644	35.785	39.603
TS ngắn hạn khác	511	511	511	511
Tổng TS ngắn hạn	55.046	57.946	60.975	65.624
TS cố định (nguyên giá)	1.073	1.325	1.717	2.243
- Khấu hao	-558	-763	-985	-1.250
TS cố định (ròng)	515	562	732	994
Đầu tư TC dài hạn	7.732	7.732	7.732	7.732
TS dài hạn khác	6.289	6.319	6.348	6.387
Tổng TS dài hạn	14.536	14.613	14.812	15.112
Tổng Tài sản	69.581	72.559	75.786	80.737
Phải trả ngắn hạn	595	523	671	868
Nợ vay ngắn hạn	2.287	1.814	1.516	1.615
Nợ ngắn hạn khác	9.065	9.222	9.395	9.586
Tổng nợ ngắn hạn	11.948	11.560	11.582	12.069
Nợ vay dài hạn	26.351	28.086	28.569	27.871
Nợ dài hạn khác	4.557	4.560	4.564	4.570
Tổng nợ	42.855	44.206	44.715	44.510
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	6.884	8.359	10.720	15.308
Vốn khác	3.336	3.336	3.336	3.336
Lợi ích CĐTS	1.925	2.077	2.434	3.002
Vốn chủ sở hữu	26.726	28.353	31.072	36.227
Tổng nguồn vốn	69.581	72.559	75.786	80.737
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	942	942	942	942

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	6.566	8.369	7.045	6.627
LNST sau lợi ích CĐTS	2.104	2.417	3.302	4.588
Khấu hao	182	205	223	264
Thay đổi vốn lưu động	-18.865	-5.941	-3.126	-4.034
Điều chỉnh khác	-764	-362	-102	105
Tiền từ HĐ kinh doanh	-17.344	-3.682	297	923
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	3	-282	-422	-565
Đầu tư ròng	-3.578	2.320	464	468
Tiền từ HĐ đầu tư	-3.575	2.038	42	-96
Cổ tức đã trả	0	-942	-942	0
Tăng (giảm) vốn	4.216	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	1.916	-473	-298	99
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	16.610	1.735	483	-698
Khác	-20	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	22.721	320	-757	-599
Lưu chuyển tiền thuần	1.802	-1.323	-418	228
Tiền cuối năm	8.369	7.045	6.627	6.856

Nguồn: KBC, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Các KCN của KBC

Hình 12: Danh mục KCN của KBC tính đến cuối quý 1/2026

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 bán hàng								
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	~160**	~40	~80%
Tân Phú Trung	TP. HCM	72,8%	2004	543	346	240	106	69%
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	89,3%	2025	653	470	~53***	418	11%
CCN Hưng Yên*	Hưng Yên	93,9%	2021	225	160	97	63	61%
Quế Võ 2 mở rộng	Bắc Ninh	100,0%	2025	140	96	96	0	100%
Nam Tân Tập	Tây Ninh	38,4%	2021	245	159	50	109	~30%
TỔNG CỘNG				~3.600	~2.400	~1.650	~750	
Các dự án KCN và CCN đã nhận được phê duyệt đầu tư từ Chính phủ								
KCN Lộc Giang	Tây Ninh	72,8%	2022	466	319	0	319	0%
KCN Tân Tập	Tây Ninh	57,4%	2022	654	468	0	468	0%
CCN Phước Vĩnh Đông 2	Tây Ninh	89,0%	2021	50	33	0	33	0%
CCN Phước Vĩnh Đông 4	Tây Ninh	72,8%	2021	49	32	0	32	0%
CCN Tân Tập	Tây Ninh	89,3%	2021	71	46	0	46	0%
Kim Thành 2 giai đoạn 1	Hải Phòng	93,9%	2025	235	~141	0	~141	0%
Bình Giang	Hải Phòng	100,0%	2025	148	~96	0	~96	0%
Phú Bình	Thái Nguyên	100,0%	2025	675	~439	0	~439	0%
Sông Hậu 2	Cần Thơ	100,0%	2025	380	~264	0	~264	0%
TỔNG CỘNG				~2.750	~1.850	0	~1.850	
Các dự án KCN và CCN chưa được Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư								
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 Phòng	93,9%	2025	~202	N/A	0	N/A	0%

Nguồn: KBC, Vietcap. Lưu ý: Tổng diện tích đã 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 diện tích từ các MOU đã ký kết trong quý 1/2026; (***) Bao gồm khoảng 30 ha diện tích từ các MOU đã ký kết vào tháng 5/2025 và khoảng 22,5 ha diện tích từ hợp đồng đã ký kết với 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, đồng thời nằm vị trí liền kề với các khu hiện hữu này. LG là khách thuê cốt lõi của KBC tại Tràng Duệ 1 và 2.

Sau khi Thủ tướng Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 1/2025, KBC đã ký các MOU cho khoảng 30 ha vào tháng 5/2025. Ngoài ra, CTP Invest Ltd (đơn vị sở hữu và quản lý một trong những mạng lưới KCN và logistics lớn nhất châu Âu và có trụ sở chính tại Hà Lan) đã chính thức ký hợp đồng thuê lại đất đối với 22,45 ha vào tháng 5/2026, đồng thời bày tỏ sự quan tâm đến việc thuê thêm hơn 30 ha.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bàn giao đất tại KCN Tràng Duệ 3 sẽ bắt đầu trong năm 2026, khi KBC đã giải phóng mặt bằng/nhận chuyển nhượng khoảng 200 ha tính đến thời điểm hiện tại.

Các dự án KĐT của KBC

Hình 13: Các dự án KĐT của KBC

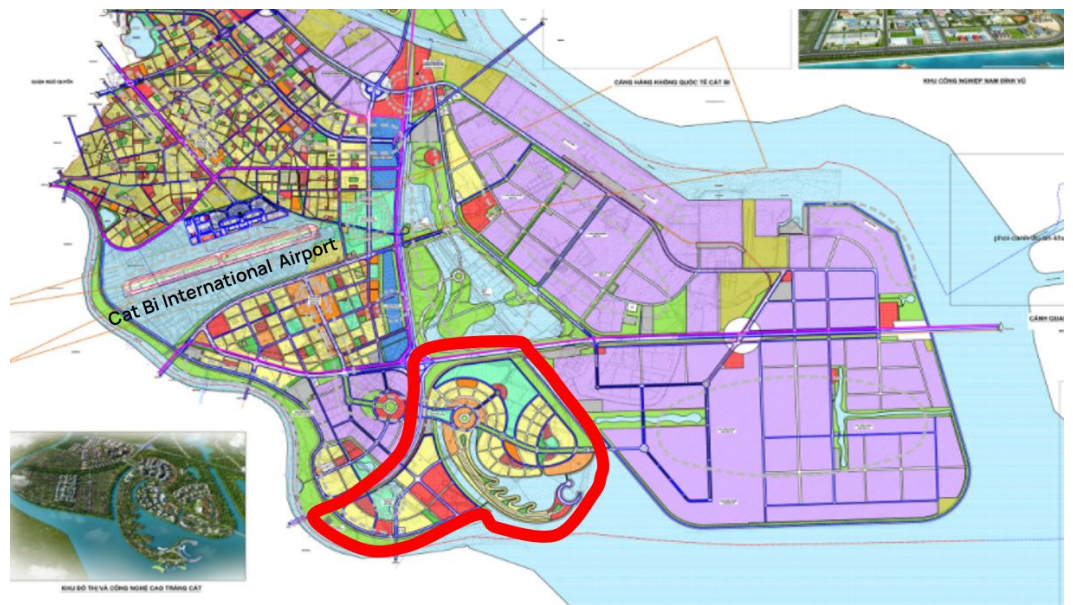
KĐT	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của KBC	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	% đã bán	Năm ra mắt	% diện tích hoàn tất giải phóng mặt bằng
Phúc Ninh	Bắc Ninh	100,0%	114,6	44,5	27%	2028F*	77%
Tràng Duệ	Hải Phòng	89,3%	42,1	22,6	57%	2019	100%
Tràng Cát	Hải Phòng	100,0%	584,9	282,1	0%	2027F	100%
Trump International Hưng Yên ^	Hưng Yên	93,9%	~990	135,8**	0%	2026-27G	N/A
Tổng cộng			~1.700	~500			

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 2027.

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



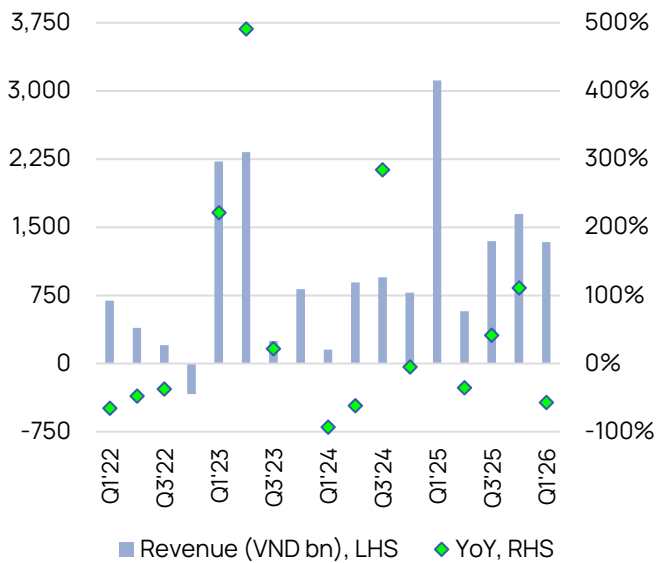
Nguồn: KBC, Vietcap

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 (khoảng 3 nghìn tỷ đồng) 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.

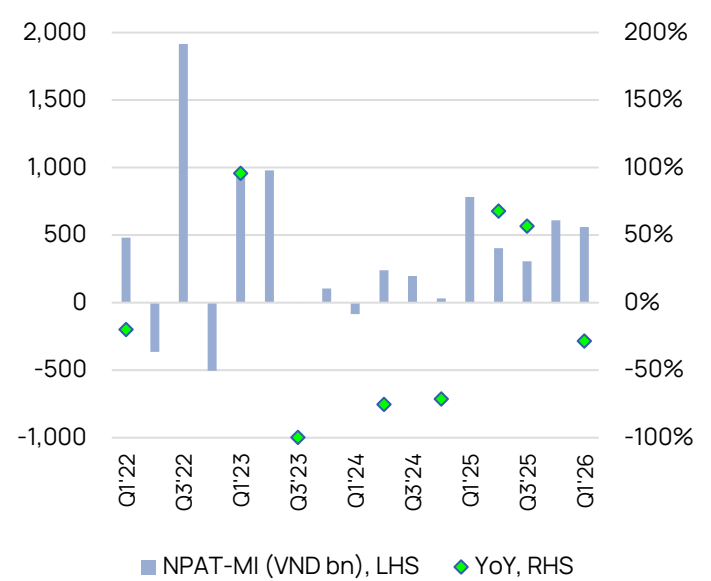
KQKD hàng quý của KBC

Hình 15: Doanh thu



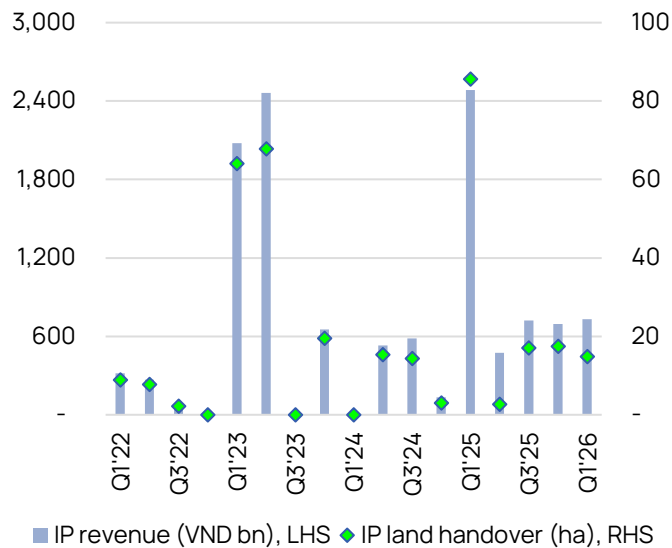
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS



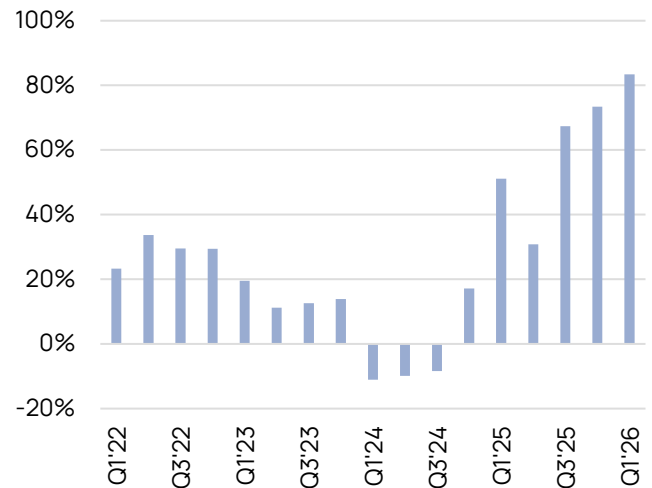
Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 17: Lượng bàn giao và doanh thu cho thuê đất KCN



Nguồn: KBC, Vietcap

Hình 18: 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

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 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

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.