

TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Dự án Tràng Cát là động lực tăng trưởng chính

12/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

KQKD Quý 2/2025 chứng lại

Quý 2/2025, KBC ghi nhận doanh thu đạt 575 tỷ VND (-36%YoY) và LNST công ty đạt 402 tỷ VND (-247% YoY). Tính chung 1H2025, doanh thu và LNST công ty đạt lần lượt là 3,691 tỷ VND (+254% YoY) và 1,251 tỷ VND (+539% YoY), chủ yếu được đóng góp từ việc bàn giao 83ha diện tích tại CCN Hưng Yên

Dự báo doanh số bàn giao đất KCN năm 2025/2026 đạt 130ha/80ha

Tradewar 2.0 làm gia tăng rào cản trong việc thu hút FDI vào các ngành công nghệ cao – tệp khách hàng chiến lược của công ty. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo doanh số bàn giao đất KCN trong 2H2025/2026 chậm lại, ước tính cả năm 2025/2026, KBC ghi nhận bàn giao 130 ha/80 ha, tương đương doanh thu đạt lần lượt 3,757 tỷ đồng (+214% YoY) và 2,539 tỷ đồng (-32% YoY)

Dự án KĐT Tràng Cát là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng trong 2026

KBSV ước tính doanh thu mảng BĐS thương mại năm 2026 đạt 5,049 tỷ đồng (+9.4x YoY), chủ yếu nhờ kỳ vọng dự án KĐT Tràng Cát sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2026, với doanh số bán 20 ha. Đồng thời, chúng tôi tăng ASP (giá bán trung bình) KĐT Tràng Cát để phản ánh đà tăng giá đất tại khu vực, nhờ: (1) đẩy mạnh các công trình hạ tầng trọng điểm tại Tràng Cát (Hải Phòng); (2) các dự án lớn quanh vùng vệ tinh Tràng Cát mở rộng/bổ sung kế hoạch đầu tư giúp lan tỏa đà tăng giá đất khu vực

Khuyến nghị TRUNG LẬP với KBC, giá mục tiêu 40,000 VND/cổ phiếu

Mặc dù chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của KBC, tuy nhiên cổ phiếu KBC đã ghi nhận mức tăng 40% kể từ đầu năm 2025, phản ánh tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với KBC, định giá hợp lý ở mức 40,000VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 4.3% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2025.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 40,000
Tăng/giảm (%)	4.3%
Giá hiện tại (11/09/2025)	VND 38,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 41,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	36.1/1.4

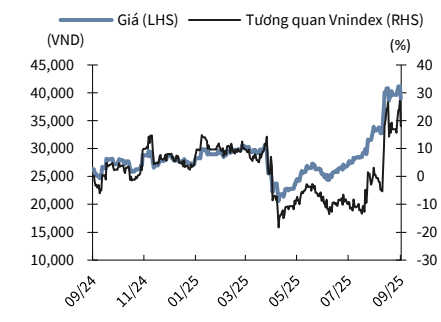
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	70.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	296.0/11.3
Sở hữu nước ngoài (%)	13.8%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm (18.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	17.3	56.3	28.7	48.3
Tương đối	14.8	32.4	6.2	20.1

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,618	2,776	5,006	8,428
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,874	907	1,770	3,710
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,031	426	1,345	2,643
EPS (VND)	2,646	555	1,428	2,807
Tăng trưởng EPS (%)	33	-76	146	147
P/E (x)	12.0	49.0	26.8	13.6
P/B (x)	1.2	1.0	1.4	1.2
ROE (%)	11.1	2.2	5.4	9.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1	0	0	0

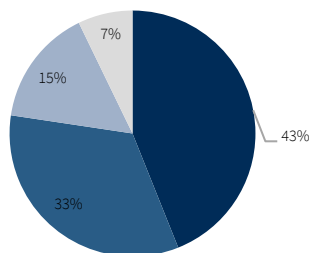
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024

■ Cho thuê đất KCN & CSHT ■ Chuyển nhượng dự án BDS ■ Cung cấp dịch vụ ■ Cho thuê kho, NX, Văn phòng ■ Khác



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

KBC là doanh nghiệp hàng đầu trong đầu tư phát triển Bất động sản Khu công nghiệp.

Hiện quỹ đất KCN thương mại còn lại của KBC đang sở hữu là gần 3,000 ha, đủ cho tiềm năng phát triển trong 20 – 30 năm. Các dự án lớn nhất hiện nay của KBC đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý bao gồm dự án KCN Trảng Duệ 3 và KĐT Trảng Cát.

Điểm nhấn đầu tư

Doanh nghiệp BĐS KCN hàng đầu với quỹ đất lớn gần 3,000 ha là động lực tăng trưởng dài hạn

Dự án KĐT Trảng Cát hưởng lợi từ xu hướng tăng giá tích cực tại khu vực, kỳ vọng bắt đầu bàn giao trong 2026

Dự báo doanh số bàn giao đất cho thuê 2H2025/2026 chậm lại

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

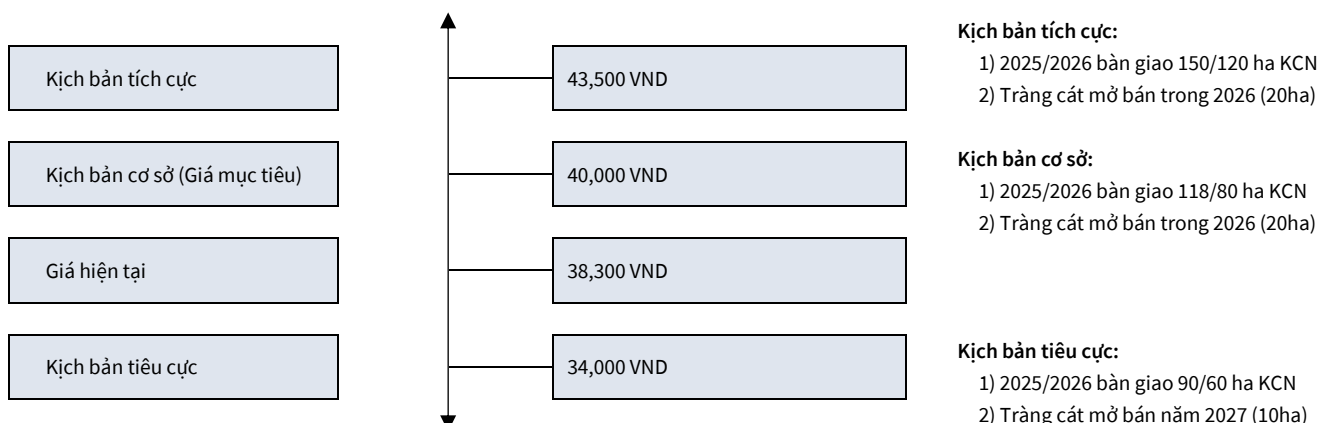
(tỷ VND)

	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	5,006	8,428	-1%	+3%	6,450	10,409	-22%	-19%
EBIT	1,696	3,924	+14%	+10%	2,493	4,341	-22%	-10%
LNST công ty mẹ	1,345	2,643	+19%	+14%	1,839	2,689	-16%	-2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



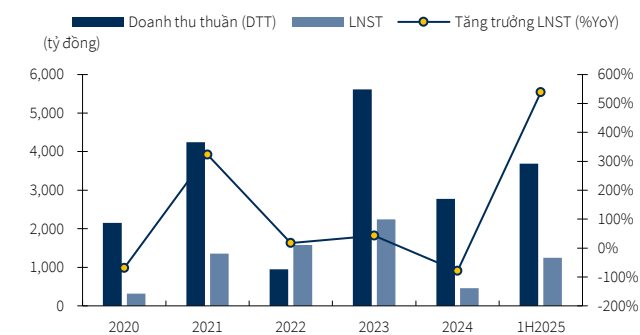
Hoạt động kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2Q2024	2Q2025	+/--%YoY	1H2024	1H2025	+/--%YoY	Chú thích
Doanh thu	892	575	-36%	1,044	3,691	254%	Hoàn thành 37% kế hoạch Doanh thu hợp nhất năm 2025 (10,000 đồng)
- Cho thuê đất KCN & CSHT	532	474	-11%	532	2,958	457%	1H2025, ghi nhận bàn giao 83ha tại KCN Hưng Yên (điều chỉnh giảm 15ha so với báo cáo Quý 1/2025)
- Chuyển nhượng dự án BĐS	211	0	-100%	225	412	83%	Bàn giao 688 căn NOXH Nếnh và NOXH Trảng Duệ
- Cung cấp dịch vụ	102	111	9%	195	209	7%	
- Cho thuê kho, NX, Văn phòng	47	57	21%	91	113	24%	Bàn giao 2.7ha Nhà xưởng sản xuất, bao gồm 1.6ha tại KCN Quang Châu và 1.1ha KCN Tân Phú Trung
Lợi nhuận gộp	74	596	706%	539	1,804	235%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>8%</i>	<i>104%</i>	<i>+95pp</i>	<i>52%</i>	<i>49%</i>	<i>-3pp</i>	Quý 2/2025, ghi nhận GVHB âm (-9.9 tỷ đồng), do điều chỉnh sau kiểm toán
Thu nhập tài chính	109	163	49%	177	298	69%	
Chi phí tài chính	54	111	107%	108	225	108%	1H2025 ghi nhận 298 tỷ đồng thu nhập từ lãi tiền gửi và cho vay (+72% YoY)
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	(2)	24	1202%	(8)	69	-963%	
SG&A	166	121	-27%	280	297	6%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	353	550	-256%	319	1,651	417%	
Lợi nhuận trước thuế	386	532	-238%	350	1,657	374%	
Lợi nhuận sau thuế	273	402	-247%	196	1,251	539%	Hoàn thành 39% kế hoạch LNST hợp nhất năm 2025 (3,200 đồng)
LNST công ty mẹ	241	405	-268%	155	1,188	665%	
<i>Biên LNST</i>	<i>31%</i>	<i>70%</i>	<i>+39pp</i>	<i>19%</i>	<i>34%</i>	<i>+15pp</i>	

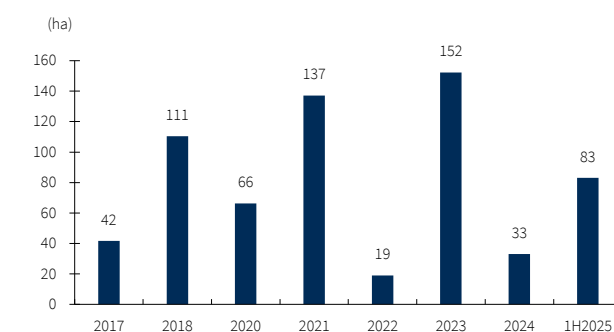
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. KQKD giai đoạn 2020 – 1H2025



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 2. Diện tích đất KCN bàn giao 2020 – 1H2025



Nguồn: KBC, KBSV

Dự báo doanh số bàn giao đất KCN năm 2025/2026 đạt 130ha/80ha

Trong giai đoạn 2025-2026, Tradewar 2.0 đang làm gia tăng các rào cản đối với KBC trong việc thu hút các doanh nghiệp FDI ngành công nghệ cao, bao gồm ngành linh kiện/thiết bị điện tử, AI và thiết bị bán dẫn — những ngành có xu hướng dịch chuyển mạnh trong những năm gần đây, đồng thời đây cũng là tệp khách hàng lớn mà KBC hướng tới. (Tham khảo thêm ở phần Phụ lục 1)

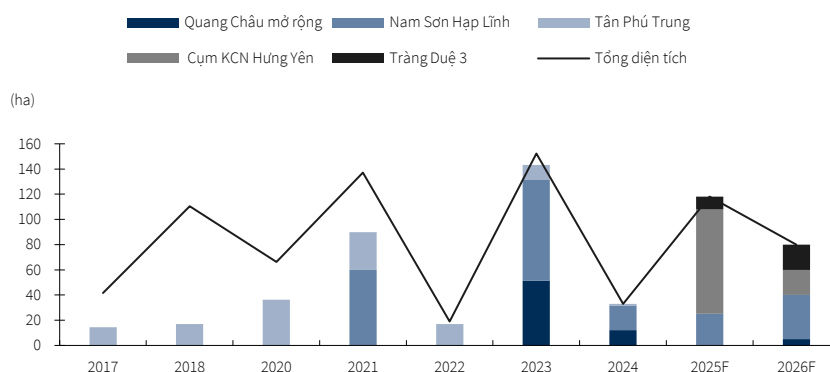
Do đó, giai đoạn 2H2025/2026, chúng tôi duy trì dự báo doanh số bàn giao đất cho thuê của KBC sẽ chậm lại so với tốc độ bàn giao trong quý 1/2025 (83ha), ước tính doanh số bàn giao đất KCN cả năm 2025/2026 đạt 130 ha/80 ha, tương đương doanh thu đạt lần lượt 3,757 tỷ đồng (+214% YoY) và 2,539 tỷ đồng (-32 % YoY) được đóng góp chủ yếu bởi KCN Hưng Yên, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Trảng Duệ 3.

Bổ sung 1,578 ha quỹ đất KCN và nhanh chóng hoàn tất thủ tục pháp lý quan trọng

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược tận dụng bối cảnh nới lỏng pháp lý để KBC đẩy mạnh mở rộng quỹ đất và nhanh chóng hoàn thiện các thủ tục pháp lý tại các dự án KCN. Riêng trong 1H2025, KBC đã được chấp thuận chủ trương đầu tư cho 5 KCN mới, bổ sung tổng cộng 1,578 ha vào quỹ đất (bảng 3), bao gồm: KCN Kim Thành 2 (235ha), KCN Quế Võ 2 (140 ha), KCN Bình Giang (148 ha), KCN Sông Hậu 2 (380 ha), KCN Phú Bình (675 ha).

Mặc dù Tradewar 2.0 tạo ra thách thức trong việc thu hút các doanh nghiệp toàn cầu có định hướng xuất khẩu sang Mỹ ngành FDI ngành công nghệ cao, Việt Nam vẫn có lợi thế từ chi phí nhân công giá rẻ, vĩ mô ổn định và sở hữu nhiều FTA... Do đó, về dài hạn, dự báo nhu cầu thuê đất KCN duy trì ổn định, đặc biệt từ các doanh nghiệp FDI mong muốn mở rộng công suất tại Việt Nam nhằm gia tăng tỷ lệ nội địa (Tham khảo thêm ở phần Phụ lục 1). Trong bối cảnh đó, việc mở rộng quỹ đất KCN sẽ là yếu tố then chốt giúp KBC củng cố vị thế và duy trì động lực tăng trưởng dài hạn.

Biểu đồ 3. Dự phóng diện tích đất KCN bàn giao 2020 – 2026F



Nguồn: KBC, KBSV dự phóng

Bảng 2. Thông tin các dự án KCN chính của KBC

Dự án	Vị trí	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê ước tính (USD/m ² /chu kỳ thuê)	Ghi chú
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Tiên Du, Bắc Ninh	204	58%	150	- Ký 60ha MOU với Goertex và Luxshare
Tân Phú Trung	Tân Phú Trung, HCM	314	74%	180	- Còn 33ha chưa GPMB.
Cụm KCN Long An	Long An	111	0%	150	Đang thực hiện đền bù và GPMB, chưa được phê duyệt chủ trương đầu tư
- Phước Vĩnh Đông 2	Phước Vĩnh Đông, Long An	32			
- Cụm công nghiệp Tân Tập	Tân Tập, Long An	46			
- Phước Vĩnh Đông 4	Phước Vĩnh Đông, Long An	32			
Cụm KCN Hưng Yên	Hưng Yên	245	39%	130-150	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Tiếp tục GPMB, đã hoàn thiện GPMB với 100ha
KCN Long An	Long An	1403	0%	170-180	
- Lộc Giang		327			- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Hoàn thiện GPMB với 110ha
- Nam Tân Tập		159			- Đã phê duyệt chủ trương đầu tư - Đang thực hiện GPMB, tỷ lệ đền bù GPMB đạt gần 70%
- Tân Tập		461			- Đã được phê duyệt đồ án quy hoạch chung tỷ lệ 1/5000 - Cuối 2023 dự án đã đầu tư 348.59 tỷ đồng
Tràng Duệ 3	An Dương, Hải Phòng	456	0%	150	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Hoàn tất GPMB 200 ha đất. - Ký 40ha MOU
Kim Thành 2	Hải Dương	235	0%	130	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Tiếp tục GPMB, đã hoàn thiện GPMB với 3.85ha
Quế Võ 2 mở rộng	Bắc Ninh	140	0%	130-150	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Đã được phê duyệt quy hoạch chung tỷ lệ 1/2000
Bình Giang	Hải Dương	148	0%	80-100	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư
Sông Hậu 2	Hậu Giang	380	0%	70-100	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Đã được phê duyệt quy hoạch chung tỷ lệ 1/2000
Phú Bình	Thái Nguyên	675	0%	100-150	- Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư - Đã được phê duyệt quy hoạch chung tỷ lệ 1/2000

Nguồn: KBC, KBSV

Dự án KĐT Tràng Cát là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026

Giá đất tại Tràng Cát ghi nhận mức tăng 15-20% YTD

Khu đô thị Tràng Cát (585 ha) đã cơ bản hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, bao gồm nộp tiền sử dụng đất, hoàn thiện 100% công tác GPMB và triển khai san lấp gần 100 ha. Với tiến độ này, chúng tôi dự tính kỳ vọng KCN có thể bắt mở bán dự án vào năm 2026, ước tính doanh số bán hàng trong 2026 đạt 20ha.

Triển vọng của KĐT Tràng Cát tiếp tục được củng cố nhờ đà tăng giá đất tại khu vực. Theo khảo sát của chúng tôi, giá đất tại Tràng Cát đã tăng 15–20% kể từ đầu năm, chủ yếu nhờ vào: (1) đẩy mạnh các công trình hạ tầng trọng điểm đi qua Tràng Cát (Hải Phòng) như đường Vành Đai 2 và dự án đường sắt Lào Cai – Hải Phòng; (2) các dự án lớn quanh vùng vệ tinh Tràng Cát mở rộng/bổ sung kế hoạch đầu tư, điển hình như KCN Nam Tràng Cát, Vinhomes Dương Kinh, Ecopark Hải Phòng... giúp lan tỏa đà tăng giá đất khu vực. Ngoài ra, KĐT Tràng Cát đã hoàn thiện nộp tiền đất và GPMB, nhờ vậy chi phí vốn đầu tư sẽ thấp hơn đáng kể so với các dự án vệ tinh xung quanh, điều này sẽ là lợi thế giúp KBC có thể giữ mức giá bán cạnh tranh so với các dự án khác.

Do đó, chúng tôi tăng giả định ASP (giá bán trung bình) KĐT Tràng Cát lên 22 triệu đồng/m², tương đương với doanh thu ghi nhận bàn giao trong năm 2026 với 20ha đạt 4,620 tỷ đồng.

Biểu đồ 4. Dự án Tràng Cát

KĐT Tràng Cát (585ha), nằm tiếp giáp cao tốc Hà Nội – Hải Phòng với thời gian di chuyển từ Hà Nội đến khu đô thị khoảng 50 phút (vận tốc 120km/h), cách trung tâm Thành phố Hải phòng khoảng 20km; nằm cạnh KCN Deep C và KCN Nam Tràng Cát



Nguồn: KBC

Rủi ro cần theo dõi

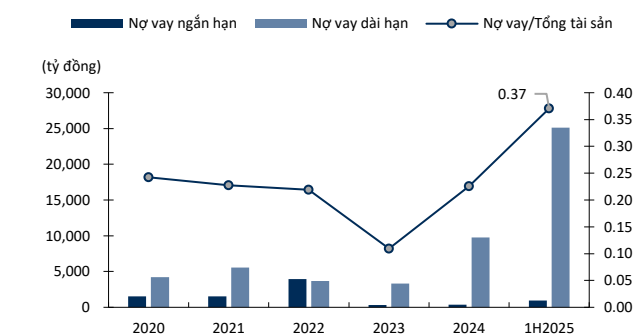
(1) Áp lực nợ vay

Tính đến cuối Q2/2025, tổng dư nợ vay của KBC ghi nhận 26,074 tỷ đồng, tăng 1.57x so với cuối 2024, kéo tỷ lệ đòn bẩy tài chính lên mức 37% – cao hơn đáng kể so với trung vị ngành. Điều này cho thấy chi phí vốn và rủi ro thanh khoản của KBC có thể gia tăng trong giai đoạn tới.

(2) Tiến độ mở bán dự án Tràng Cát

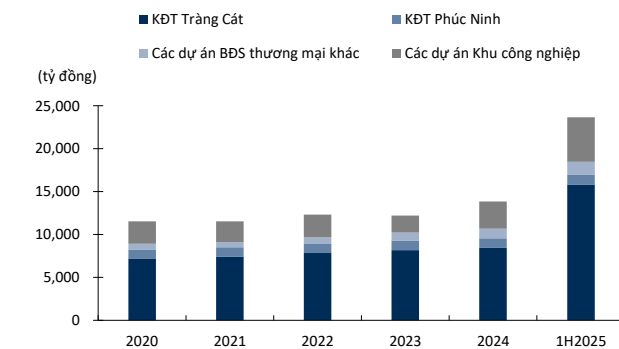
Khu đô thị Tràng Cát là một trong những dự án trọng điểm của KBC giai đoạn 2025–2030. Mặc dù dự án đã cơ bản hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, tiến độ mở bán vẫn có thể kéo dài so với kế hoạch, do phụ thuộc vào quá trình thương lượng giữa KBC và các đối tác. Rủi ro chậm tiến độ này không chỉ ảnh hưởng đến dòng tiền mà còn tác động trực tiếp đến triển vọng ghi nhận lợi nhuận của công ty, đặc biệt trong bối cảnh công ty đang chịu áp lực nợ vay tăng cao.

Biểu đồ 5. Nợ vay giai đoạn 2020 – 1H2025



Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 6. Hàng tồn kho của KBC giai đoạn 2020 - 1H2025



Nguồn: KBC, KBSV

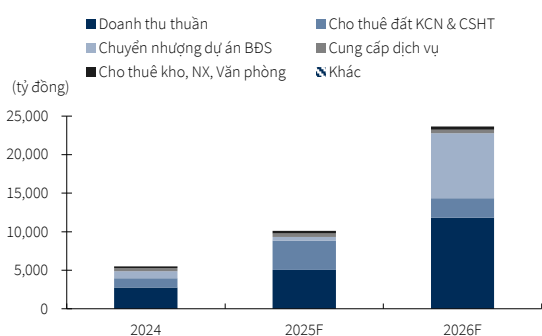
Dự phóng KQKD & Định giá

Bảng 3. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,776	5,006	80%	8,428	68%	
Cho thuê đất KCN & CSHT	1,195	3,757	214%	2,539	-32%	- Năm 2025, bàn giao 118ha đất KCN, bao gồm: KCN Hưng Yên (83ha), KCN NSHL (25ha) – dự án Luxshare, KCN Trảng Duệ 3 (10ha) - Năm 2026, bàn giao 80 ha đất KCN, bao gồm: KCN NSHL (35ha) – dự án Gortek, KCN Trảng Duệ (20ha), KCN Hưng Yên (20ha), KCN Quang Châu mở rộng (5ha)
Chuyển nhượng dự án KĐT	910	484	-47%	5,049	944%	- Năm 2025, tiếp tục ghi nhận doanh thu tại dự án NOXH TT Nếnh (4.1 ha) - Năm 2026 (1) kỳ vọng ghi nhận doanh thu bàn giao KĐT Trảng Cát đạt 20ha, giá bán tăng 10% so với dự báo kỳ trước (22 triệu đồng/m ²); (2) ghi nhận doanh thu cho 3.1ha tại NOXH Trảng Duệ
Cung cấp dịch vụ	420	470	12%	495	5%	
Cho thuê kho, NX, Văn phòng	196	295	51%	345	17%	
Lợi nhuận gộp	1,284	2,346	83%	5,188	121%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>46.3%</i>	<i>46.9%</i>	<i>+0.6pp</i>	<i>61.6%</i>	<i>+15pp</i>	- Năm 2025, tăng biên LNG 6pp so với dự báo kỳ trước, do công ty điều chỉnh ghi nhận sau kiểm toán 6T2025, chủ yếu đến từ mảng cho thuê KCN tại KCN Hưng Yên (83ha) - Tăng giá định giá ASP (giá bán trung bình) KĐT Trảng Cát lên 10%
Thu nhập tài chính	451	421	-7%	675	60%	
Chi phí tài chính	258	433	68%	984	127%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	57	86	50%	95	10%	- Ghi nhận lợi nhuận từ SGT (KBC sở hữu 21.5%), bàn giao cho thuê KCN Đại Đồng – Hoàn Sơn
SG&A	627	651	4%	1264	94%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	907	1,770	95%	3,710	110%	
Lợi nhuận trước thuế	764	1,770	132%	3,710	110%	
Lợi nhuận sau thuế	460	1,416	208%	2,782	97%	
LNST công ty mẹ	426	1,345	216%	2,643	97%	
<i>Biên LNST</i>	<i>17%</i>	<i>28%</i>	<i>+12pp</i>	<i>33%</i>	<i>+5pp</i>	

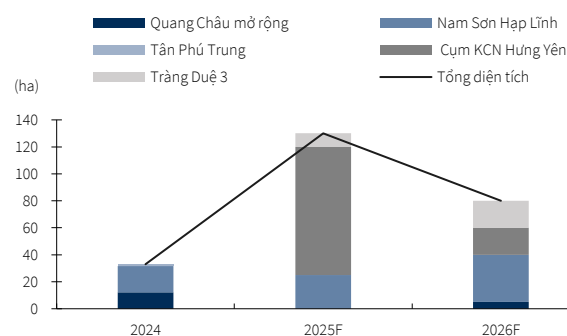
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 7. Dự phóng doanh thu 2024 – 2026F



Nguồn: KBC, KBSV dự phóng

Biểu đồ 8. Dự phóng doanh số cho thuê đất KCN 2024 – 2026F



Nguồn: KBC, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 40,000VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho cổ phiếu KBC là 40,000 VND/cổ phiếu, cao hơn 4.3% so với giá đóng cửa ngày 11/09/2025. Giá mục tiêu thay đổi so với báo cáo trước đó nhờ: (1) Tăng giá trị KĐT Trảng Cát do chúng tôi tăng dự phóng ASP (giá bán trung bình) tại dự án KĐT Trảng Cát lên 10% để phản ánh xu hướng tăng giá đất tại khu vực này; (2) Điều chỉnh tăng định giá mảng KCN nhờ việc bổ sung 5 dự án KCN mới khi các dự án này đã hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, sẵn sàng mở rộng đầu tư khi nhu cầu thuê đất KCN tăng trở lại.

Mặc dù chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của cổ phiếu KBC, tuy nhiên cổ phiếu KBC đã ghi nhận mức tăng 40% kể từ đầu năm 2025. Do đó, dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 40,000VND/cổ phiếu.

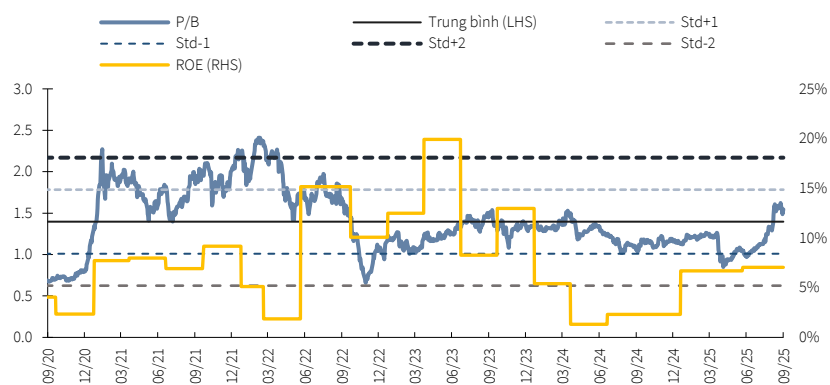
Bảng 4. Định giá cổ phiếu KBC

Định giá	Phương pháp	TLSH	Project NPV	Giá trị cho KBC (tỷ VND)
Khu công nghiệp				17,797
Quang Châu mở rộng	DCF	88%	83	73
Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	878	878
Tân Phú Trung	DCF	72%	1,582	1,146
Cụm KCN PVD - Long An	DCF	83%	1,831	1,517
KCN Long An	DCF	60%	8,654	5,213
Cụm KCN Hưng Yên	DCF	69%	1,622	1,115
Trảng Duệ 3	DCF	87%	4,326	3,743
Các KCN khác	DCF	99%	4,163	4,112
Khu đô thị				25,882
Phước Ninh	DCF	100%	1,316	1,316
Trảng Duệ	DCF	87%	319	319
Trảng Cát	DCF	100%	24,247	24,247
Khác (NOXH)	DCF		16	16
Tổng NAV các dự án				43,680
(+) Tiền, tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn				20,019
(-) Vay nợ ròng				26,074
RNAV				37,625
SLCP lưu hành				941,754,759
Giá trị cổ phiếu (VND)				40,000
Giá hiện tại (09/09/2025) (VND)				38,300
Tổng mức sinh lời				4.3%

Nguồn: KBC, KBSV

Cổ phiếu KBC hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 1.5x, nằm trên đường P/B trung bình 5 năm.

Biểu đồ 7. P/B và ROE của KBC giai đoạn 2020-2025



Nguồn: KBSV

Phụ lục 1

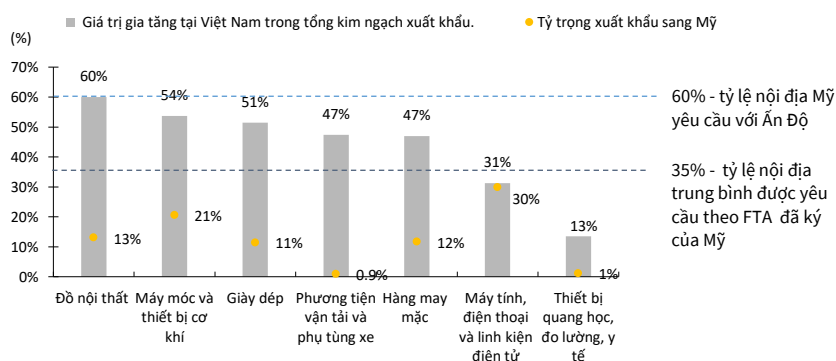
Cập nhật Tradewar 2.0 – Đánh giá triển vọng ngành BĐS KCN

Ngày 2/7, Tổng thống D.Trump đã tuyên bố mức thuế đối ứng với Việt Nam, bao gồm 20% cho hàng hóa xuất xứ từ Việt Nam và 40% cho hàng hóa “trung chuyển” qua Việt Nam. Mức 20% là mức tương đối tích cực trong dài hạn, do mức thuế của Việt Nam thấp hơn hầu hết các đối thủ chính. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý về rủi ro đối với mức thuế 40% mà Tổng thống Donald Trump đã tuyên bố sẽ áp với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Tham chiếu các cuộc đàm phán trước đây của Mỹ với Ấn Độ và Thái Lan, trong đó Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa đạt 60% để được hưởng thuế suất ưu đãi. Do đó, khả năng cao Mỹ cũng yêu cầu ngưỡng tỷ lệ nội địa hóa 60% với Việt Nam – vượt mức tỷ lệ nội địa của hầu hết các sản phẩm xuất khẩu từ Việt Nam (biểu đồ 09).

Do đó, Chúng tôi duy trì quan điểm dòng vốn FDI trong 2H2025 - 2026 sẽ sụt giảm, đặc biệt là ở ngành Công nghiệp/công nghệ cao có tỷ lệ nội địa hóa thấp. Điển hình như các dự án của Samsung, LG, Luxshare, Goetek, đã kí MOU từ 2024, nhưng hiện vẫn chưa có kế hoạch cụ thể.

Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn FDI, bao gồm cả các doanh nghiệp hướng đến thị trường Mỹ, do: (1) mức thuế đối ứng mới không tạo khoảng cách cạnh tranh lớn với các đối thủ chính; (2) Việt Nam sở hữu lợi thế về nhân công giá rẻ, Chính trị ổn định, sở hữu nhiều FTA...; (3) kỳ vọng các doanh nghiệp FDI sẽ gia tăng công đoạn sản xuất tại Việt Nam, tăng tỷ lệ nội địa hóa để tận dụng mức thuế thấp (20%)... Tuy vậy, trong dài hạn, đà tăng trưởng sẽ chậm lại so với 2018 – 2024 (xu hướng Trung Quốc +1), do các doanh nghiệp FDI hướng tới Mỹ sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng về khả năng cung ứng của các doanh nghiệp trong nước, để mở rộng dư địa tăng tỷ lệ nội địa tại Việt Nam nhằm tránh bị áp mức thuế 40%.

Biểu đồ 9. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

* Số liệu ước tính có thể bị ảnh hưởng do sự khác nhau giữa các thống kê về mặt hàng của các tổ chức và ảnh hưởng của sai số khi ước tính tỷ trọng nhập khẩu sử dụng cho tiêu dùng cuối cùng trong nước và sử dụng cho sản xuất để xuất khẩu, ước tính sai số nhỏ hơn 5%.

TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F	(Báo cáo chuẩn)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	5,618	2,776	5,006	8,428	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	33,434	44,765	63,317	54,487
Giá vốn hàng bán	1,923	1,492	2,659	3,240	TÀI SẢN NGẮN HẠN	25,029	34,339	52,938	44,098
Lãi gộp	3,695	1,283	2,346	5,188	Tiền và tương đương tiền	841	6,566	11,643	6,448
Thu nhập tài chính	426	451	421	675	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,864	1,858	1,858	1,858
Chi phí tài chính	426	258	433	984	Các khoản phải thu	9,663	11,547	16,457	11,545
Trong đó: Chi phí lãi vay	380	268	460	1,016	Hàng tồn kho, ròng	12,219	13,867	22,332	23,741
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-8	57	86	95	TÀI SẢN DÀI HẠN	8,405	10,427	10,379	10,389
Chi phí bán hàng	354	98	150	421	Phải thu dài hạn	1,532	3,131	3,131	3,131
Chi phí quản lý doanh nghiệp	458	529	501	843	Tài sản cố định	449	408	386	393
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,874	907	1,770	3,710	Tài sản dở dang dài hạn	427	711	718	728
Thu nhập khác	22	49	0	0	Đầu tư dài hạn	4,777	4,859	4,859	4,859
Chi phí khác	6	193	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	17	-143	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	13,213	24,084	37,058	25,445
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	2,187	-8	57	86	Nợ ngắn hạn	6,579	7,404	13,340	7,511
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,891	764	1,770	3,710	Phải trả người bán	436	528	528	528
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	646	304	354	927	Người mua trả tiền trước	553	758	758	758
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,245	460	1,416	2,782	Vay ngắn hạn	337	368	665	486
Lợi ích của cổ đông thiểu số	214	34	71	139	Nợ dài hạn	6,635	16,680	23,718	17,934
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,031	426	1,345	2,643	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Chi số hoạt động					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
	2023	2024	2025F	2026F	Doanh thu chưa thực hiện	4	38	38	38
Tỷ suất lợi nhuận gộp	65.8%	46.2%	46.9%	61.6%	Vay dài hạn	3,322	9,745	21,861	16,737
Tỷ suất EBITDA	53.7%	29.5%	37.2%	48.7%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	20,221	20,682	26,259	29,041
Tỷ suất EBIT	51.3%	23.7%	33.9%	46.6%	Vốn góp	7,676	7,676	9,418	9,418
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	51.5%	27.5%	35.4%	44.0%	Thặng dư vốn cổ phần	2,744	2,744	5,163	5,163
Tỷ suất lãi hoạt động KD	51.2%	32.7%	35.4%	44.0%	Lãi chưa phân phối	7,754	3,893	5,664	8,308
Tỷ suất lợi nhuận thuần	40.0%	16.6%	28.3%	33.0%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)									
	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Lãi trước thuế	2,891	764	1,770	3,710	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	133	161	168	180	P/E	12.0	49.0	26.8	13.6
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-415	-475	0	0	P/E pha loãng	12.0	49.0	26.8	13.6
Chi phí lãi vay	422	275	460	1,016	P/B	1.2	1.0	1.4	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,094	701	2,398	4,906	P/S	4.3	7.5	7.2	4.3
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	563	-2,311	-4,910	4,911	P/Tangible Book	1.2	1.0	1.4	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	396	-1,648	-8,465	-1,409	P/Cash Flow	8.1	28.6	-3.2	121.6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-535	7,108	562	-6,311	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.0	29.9	25.2	11.4
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-8	-23	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.4	37.2	27.7	11.9
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-507	-3,095	-962	-1,801		0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,002	731	-11,376	297	Hiệu quả quản lý	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,251	-156	-121	-190	ROE%	11%	2%	5%	10%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	ROA%	7%	1%	2%	5%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,414	-8,037	0	0	ROIC%	8%	2%	3%	6%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,637	7,775	0	0	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-69	-1,213	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.9	0.9	0.9
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	1,174	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.9	2.7	2.2	2.6
Cổ tức và tiền lãi nhận được	75	245	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.8	4.6	4.0	5.9
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	153	-1,386	-121	-190	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.5	0.8	0.6
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	130	1	4,161	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.3	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,068	9,339	17,427	2,609	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-5,065	-2,960	-5,014	-7,911	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.3	0.5	0.2
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.1
Cổ tức đã trả	-130	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.7	0.6	0.3
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,997	6,380	16,574	-5,302	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-842	5,725	5,077	-5,195	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.5	0.3	0.3	0.7
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,683	841	6,566	11,643	Hệ số quay vòng HTK	0.2	0.1	0.1	0.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	841	6,566	11,643	6,448	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.1	5.2	7.3	9.1

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.