

Mua vào (giữ nguyên)

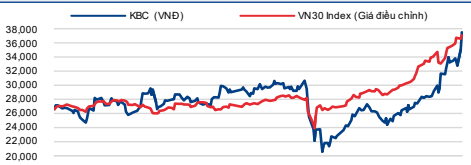
Giá mục tiêu: VNĐ46,000 (từ VNĐ33,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2025)	37,500
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,600-37,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,117
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,785
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,094
Slg CP lưu hành (tr.đv)	768
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	376
Slg CP NN được mua (tr.đv)	125
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.3%
Tỷ lệ freefloat	51.1%
Cổ đông lớn	inh Tâm và Gia Đình (24.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	31.8	40.2	41.0
So với chỉ số	19.7	6.84	1.15
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,458	1,630	50.8
2026F	4,315	2,901	48.7
2027F	4,288	3,652	17.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KBC là một trong những doanh nghiệp phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với hơn 5.000ha diện tích đất KCN.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung, CFA

Trưởng phòng, Ngành Bất Động Sản
trung.ph@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh; tăng 39% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 39% giá mục tiêu lên 46.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và phản ánh các dự án mới vào mô hình dự báo lợi nhuận. Quỹ đất của KBC đang mở ra nhiều cơ hội mới trong bối cảnh lo ngại rủi ro từ thuế quan đã giảm bớt.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng 26-31% dựa trên giả định diện tích đất được bàn giao cao hơn và đóng góp từ các dự án mới. Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 107% từ mức nền thấp trong năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% trong 1 tháng qua, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 43% so với ước tính RNAV (điều chỉnh tăng 41%), sát với bình quân 3 năm ở mức 42%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 18,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025

HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận và triển vọng của KBC sau khi Công ty công bố KQKD Q2/2025 cũng như định giá lại các dự án hiện có và dự án mới khi Mỹ công bố mức thuế mới trong thời gian gần đây. Chúng tôi nhận thấy những lo ngại về thuế quan đang giảm bớt vì mức thuế 20% Mỹ dành cho Việt Nam bằng với các nước khác trong khu vực. Trong khi đó, việc mở khóa các dự án đang triển khai và bổ sung nhiều dự án mới mở ra triển vọng tích cực trong trung và dài hạn cho KBC.

Tác động: Tăng 26-31% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Cho năm 2025, 2026 và 2027, HSC tăng lần lượt 31%, 29% và 26% dự báo lợi nhuận thuần lên 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4 lần từ mức nền thấp của năm 2024), 3,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 75%), và 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,7%), đa phần nhờ đẩy mạnh bàn giao đất tại KCN Trảng Dục 3 và KCN Quế Võ mở rộng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm là 107%, nhờ đóng góp của dự án Nam Sơn Hạp Lĩnh, Kim Động Ân Thi, Trảng Dục 3 và Tân Phú Trung (tất cả trong năm 2025-2026) và dự án Trảng Cát và Quế Võ mở rộng (từ năm 2026). Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn nhiều so với dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 107% từ mức nền thấp trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% trong 1 tháng qua, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 43% so với RNAV, sát với bình quân 3 năm ở mức 42%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 18,7 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới 46.000đ. Chúng tôi tăng 41% RNAV/cp lên 65.700đ do tác động hỗn hợp của việc tăng dự báo lợi nhuận năm 2026 và việc bổ sung 4 dự án KCN mới và Khu đô thị, du lịch sinh thái và phức hợp sân golf Khoái Châu vào mô hình dự báo lợi nhuận. Đáng chú ý, HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 30% so với RNAV/cp – phần nào nhỏ hơn so với bình quân 3 năm, dựa trên quan điểm của chúng tôi về sự cải thiện có tính cơ cấu trong lĩnh vực BĐS – để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi tiếp tục tin rằng quỹ đất đáng mở ước của KBC sẽ mang lại nhiều cơ hội phát triển mới cho cả phân khúc BĐS nhà ở và BĐS KCN

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,026	871	2,801 ▲	5,270 ▲	5,183 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,031	382	1,903 ▲	3,328 ▲	3,384 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,656	477	2,458 ▲	4,315 ▲	4,288 ▲
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	23,633	24,234	26,713	31,049 ▲	35,457 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	37.1	13.4	9.44	9.98
P/E ĐC (lần)	14.1	78.6	15.3	8.69	8.74
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.59	1.55	1.40	1.21	1.06
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	412	(82.0)	416	75.5	(0.63)
ROAE (%)	11.9	2.08	9.73	15.0	13.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bổ sung 5 dự án mới; tăng 41% ước tính RNAV

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KBC nhưng tăng 39% giá mục tiêu lên 46.000đ, dựa trên dự báo lợi nhuận tăng mạnh hơn và đóng góp tích cực từ các dự án mới. Chúng tôi tăng 26-31% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh đà tăng trưởng của doanh thu cho thuê đất và các nguồn doanh thu mới. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 107% từ mức nền thấp trong năm 2024. Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 32% trong 1 tháng qua, nhưng vẫn còn giá trị đầu tư, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 43% so với ước tính RNAV, cao hơn bình quân 3 năm ở mức 42%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, vẫn thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 18,7 lần.

Việc mở khóa quỹ đất mang lại cơ hội mới

Trong giai đoạn 2022-2024, KBC đã phải đối mặt với nhiều khó khăn khi các dự án quan trọng bị trì hoãn phê duyệt pháp lý (Nam Sơn Hạp Lĩnh (hạn mức đất), Trảng Duệ 3 (giấy phép đầu tư), Trảng Cát (giấy phép đầu tư sửa đổi). Những khó khăn trên đã dẫn đến tình trạng thiếu đất để bán và bàn giao.

Từ đầu năm 2025, KBC đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho dự án KCN Trảng Duệ 3 (652 ha, Hải Phòng), KCN Kim Thành 2 (225 ha, Hải Phòng (Hải Dương trước khi sáp nhập tỉnh)) và dự án KDC Trảng Cát (585 ha, Hải Phòng). Trong đó, KBC đã thanh toán tiền sử dụng đất bổ sung (khoảng 7 nghìn tỷ đồng) cho dự án Trảng Cát trong Q1/2025 và đẩy mạnh công tác đền bù đất tại dự án Trảng Duệ 3. Tất cả các khoản bổ sung này đều được phản ánh vào sổ dư hàng tồn kho tăng thêm. KBC đã vay hơn 12 nghìn tỷ đồng từ VPBank (VPB; Mua vào) để tài trợ chi phí vốn cho dự án Trảng Cát.

Bảng 1: Tiến độ các dự án của KBC

Bổ sung thêm 4 dự án và 1 khu dân cư

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích thương mại (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Tiến độ
KCN (IP)/cụm KCN (IC)		4,304	2,915		
KCN Quang Châu mở rộng	Bắc Ninh (Bắc Giang)	90	77	98%	Hoàn thành bàn giao năm 2025
KCN Tân Phú Trung	TP.HCM	543	314	76%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	200	60%	Đang được mở bán và bàn giao
Kim Dong An Thi IC	Hưng Yên	225	158	57%	Đang được mở bán và bàn giao
KCN Trảng Duệ 3	Hải Phòng	687	456	0%	Dự kiến bàn giao từ Q4/2025
Cụm KCN Lộc Giang	Tây Ninh (Long An)	466	326	0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2026
KCN Nam Tân Lập	Tây Ninh (Long An)	245	171	0%	2025-26
KCN Quế Võ mở rộng	Bắc Ninh	140	98	0%	2026-27
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 2	Tây Ninh (Long An)	50	32	0%	2027-28
Cụm KCN Phước Vĩnh Đông 4	Tây Ninh (Long An)	49	31	0%	2027-28
Cụm KCN Tân Tập	Tây Ninh (Long An)	72	46	0%	2027-28
Kim Thành 2	Hải Phòng (Hải Dương)	234	164	0%	2027-28
Phú Bình	Thái Nguyên	675	473	0%	2027-28
Bình Giang gđ1	Hải Phòng (Hải Dương)	148	103	0%	2027-28
Sông Hậu 2	Cần Thơ (Hậu Giang)	380	266	0%	2027-28
Khu dân cư		1765.6	391	Chưa bán	
Phúc Ninh	Bắc Ninh	136	45	80%	Đang tính toán phí sử dụng đất
Trảng Duệ	Hải Phòng	42	22	60-70%	Đang được mở bán và bàn giao
Nhà ở công nhân Nénh	Bắc Ninh (Bắc Giang)	12.6	~6	50-60%	Đang được mở bán và bàn giao
Trảng Cát	Hải Phòng	585	196	100%	Đã hoàn tất thủ tục pháp lý, dự kiến đẩy nhanh tiến độ phát triển từ năm 2025
Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu	Hưng Yên	990	128	100%	Đã được phê duyệt giấy phép đầu tư, quy hoạch tổng thể 1/500

Ghi chú: Màu **xanh** biểu thị dự án mới.
Nguồn: HSC

Đối với dự án KCN Trảng Cát (585 ha, Hải Phòng), trong thời gian tới, KBC có thể sẽ đẩy nhanh tiến độ phát triển hạ tầng và bắt đầu bán buôn dự án. Công ty kỳ vọng sẽ bán buôn 20 ha hoặc nhiều hơn, với giá 28 triệu đồng/m² và ghi nhận lợi nhuận trong năm nay (khách mua tiềm năng vẫn chưa được công bố). Tuy nhiên, trong mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi cho rằng việc phát triển hạ tầng và các quy trình pháp lý của hoạt động M&A sẽ cần thời gian. HSC đưa ra dự báo thận trọng rằng KBC sẽ bán buôn 20 ha đất (doanh thu dự kiến 4 nghìn tỷ đồng, dựa trên giá bán bình quân 20 triệu đồng/m²) và ghi nhận khoản lợi nhuận này vào năm 2026.

Hơn nữa, Q2/2025 đánh dấu một cột mốc quan trọng khi KBC tiếp tục nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho các dự án lớn khác bao gồm Khu đô thị phức hợp, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (990 ha, Hưng Yên, bao gồm 128 ha đất ở); và 4 dự án KCN mới khác bao gồm KCN Quế Võ mở rộng (140 ha, Bắc Ninh), KCN Sông Hậu 2 (380 ha, Cần Thơ), KCN Phú Bình (675 ha, Thái Nguyên) và KCN Bình Giang (148 ha, Hải Dương). Trong đó, KBC đã ký biên bản ghi nhớ cho một khách hàng hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao thuê 50 ha đất tại KCN Quế Võ mở rộng – BLĐ kỳ vọng sẽ bàn giao diện tích đất này vào cuối năm nay (trong trường hợp tốt nhất) hoặc năm sau (thương vụ này không được đưa vào KHKD cho năm 2025 của Công ty).

Chúng tôi phản ánh 4 dự án KCN mới và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chi tiết như sau:

- **KCN Quế Võ mở rộng (vị trí):** Dự án có vị trí rất hấp dẫn vì Bắc Ninh là trung tâm công nghiệp và là một trong những tỉnh thu hút dòng vốn FDI mạnh nhất nước, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ cao. HSC kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu có đóng góp lợi nhuận từ năm 2026, với 50 ha đã được ký Biên bản ghi nhớ với một khách hàng, tương đương 18-20% dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi đối với KBC lần lượt trong năm 2026-2027.
- **KCN Bình Giang (Hải Phòng (Hải Dương trước khi sáp nhập), vị trí) và KCN Phú Bình (Thái Nguyên, vị trí) đều ở miền Bắc.** Các tỉnh loại 2 này đứng thứ 10-15 về thu hút vốn FDI, nhưng chúng tôi tin rằng nhu cầu đất KCN ở các dự án này vẫn vững chắc nhờ có vị trí chiến lược. Trong khi đó, dự án KCN Sông Hậu 2 (Hậu Giang, vị trí) nằm ở miền Nam, nơi chúng tôi dự báo nhu cầu chỉ ở mức vừa phải. HSC dự báo KBC sẽ tập trung vào các dự án KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Kim Động Ân Thi, Trảng Duệ 3 và Lộc Giang và sẽ không ưu tiên phát triển 3 dự án mới sau đây trong 2-3 năm tới. Những dự án này dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2028.
- Đối với **Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu**, KBC đã nhận được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500. Dự án bao gồm khoảng 109 ha đất dành cho phát triển nhà phố và 19 ha dành cho phát triển nhà ở cao tầng, ngoài ra còn có một khu vực khá lớn dành cho sân golf. KBC dự kiến sẽ đẩy nhanh tiến độ đền bù đất trong năm 2026 và đặt mục tiêu bắt đầu khởi công xây dựng đầu ngay sau đó.

Đợt mở bán đầu tiên, chủ yếu tập trung vào khu biệt thự (khoảng 40 ha), dự kiến vào năm 2027. Tuy nhiên, do KBC chưa có thành tích đã được chứng minh trong việc phát triển các dự án tích hợp có quy mô lớn như dự án này, chúng tôi đưa ra giả định thận trọng hơn và dự báo hoạt động mở bán sẽ bắt đầu từ năm 2027 và có đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2028.

Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển (GDV) của dự án vào khoảng 110 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tổng lợi nhuận tích lũy khoảng 33 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2028-2040. Dựa trên mô hình định giá, chúng tôi xác định giá trị của dự án này là 9,8 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng 19% RNAV đã điều chỉnh.

Bảng 2: Đóng góp từ các dự án mới

Các dự án mới chiếm tỷ trọng 32% RNAV (50,4 nghìn tỷ đồng)

Tỷ đồng	Giá trị	% RNAV	2025	2026	2027	Từ năm 2028
Quê Võ mở rộng	1,592	3%		X	X	X
Phú Bình	2,945	6%				X
Sông Hậu 2	793	2%				X
Bình Giang P1	997	2%				X
Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và golf Khoái Châu	9,756	20%			X	X

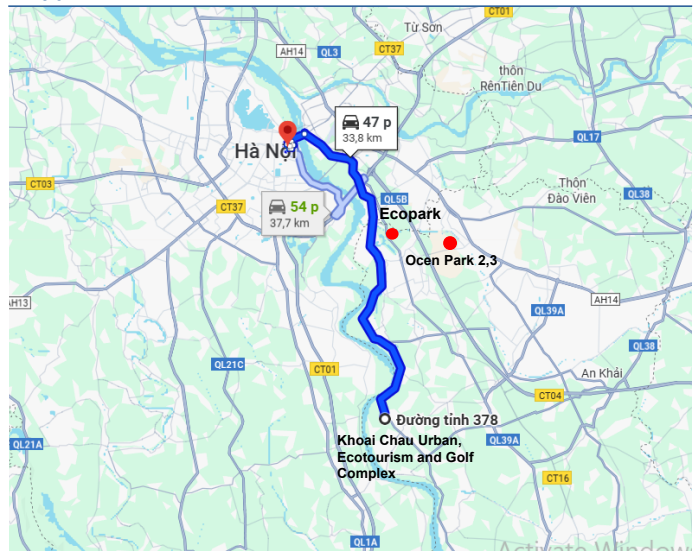
Nguồn: HSC

Hình 3: Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và golf Khoái Châu



Nguồn: HSC

Hình 4: Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và golf Khoái Châu



Nguồn: HSC

Dự báo mới: Tăng 26-31% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 26-31% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ đẩy mạnh bàn giao đất KCN và đóng góp từ các dự án mới.

Dự báo lợi nhuận năm 2025 được điều chỉnh tăng 31% lên 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng gấp 4 lần từ mức nền thấp của năm 2024), chủ yếu nhờ đóng góp mới từ dự án KCN Trảng Duệ 3. Công ty đã tổ chức lễ khởi công dự án vào ngày 12/5/2025 và cũng đã ký Biên bản ghi nhớ cho khách hàng thuê 30 ha. Chúng tôi kỳ vọng công tác xây dựng sẽ được đẩy nhanh tiến độ và bán giao 30 ha đất đầu tiên cho khách hàng trong Q4/2025. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 12% dự báo doanh thu cho thuê đất lên 6,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 141%. Các động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm 2025 bao gồm 163 ha đất KCN được cho thuê và đóng góp từ các dự án nhà ở xã hội Nénh (Bắc Ninh) và Trảng Duệ (Hải Phòng).

Cho năm 2026, chúng tôi tăng 29% dự báo lợi nhuận thuần lên 3,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 75%), chủ yếu được thúc đẩy bởi dự án KCN Quê Võ mở rộng (140 ha, Bắc Ninh). Trong buổi họp báo cáo lợi nhuận gần đây nhất, BLĐ cho biết đã ký Biên bản ghi nhớ cho một khách hàng hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao thuê 50 ha đất. Hoạt động đền bù đất dự kiến sẽ được đẩy mạnh trong nửa cuối năm 2025, để chuẩn bị cho việc bàn giao đất trong năm 2026. Các động lực thúc đẩy tăng trưởng

lợi nhuận năm 2026 bao gồm 155 ha đất KCN, 20 ha đất ở tại dự án Trảng Cát (không đổi), 5 ha tại dự án Phúc Ninh và đóng góp tiếp tục từ các dự án nhà ở xã hội Nền và Trảng Duệ.

Cho năm 2027, chúng tôi tăng 26% dự báo lợi nhuận thuần lên 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,7%), chủ yếu được thúc đẩy bởi dự án KCN Quế Võ mở rộng. Lợi nhuận trong năm 2027 dự kiến đến từ việc cho thuê và bán 155 ha đất KCN và 20 ha đất ở tại dự án Trảng Cát và 5 ha đất ở tại dự án Phúc Ninh.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2027, KBC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 107% so với mức nền thấp năm 2024

Tỷ đồng	2024A	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	2,776	6,685	11.5%	140.8%	12,382	25.7%	85.2%	12,398	18.4%	0.1%
Lợi nhuận gộp	1,283	3,216	14.2%	150.6%	6,246	26.1%	94.2%	6,299	20.0%	0.9%
Chi phí BH&QL	(558)	(605)	-17.9%	8.4%	(1,171)	11.1%	93.6%	(1,241)	12.3%	6.0%
Lợi nhuận HĐ	726	2,611	25.5%	259.9%	5,075	30.1%	94.4%	5,059	22.1%	-0.3%
Thu nhập tài chính	451	484	0.0%	7.2%	483	-11.6%	-0.2%	349	-37.1%	-27.7%
Chi phí tài chính	(259)	(431)	-42.0%	66.6%	(743)	-25.6%	72.2%	(687)	-31.8%	-7.5%
LNTT	723	2,680	46.0%	270.9%	4,832	39.4%	80.3%	4,813	27.2%	-0.4%
Lợi nhuận thuần	382	1,903	31.3%	398.3%	3,328	29.0%	74.9%	3,384	26.1%	1.7%

Nguồn: HSC

Đối với các dự án KCN mới khác – cụ thể là dự án KCB Bình Giang (Hải Phòng), KCN Kim Thành 2 (Hải Phòng), KCN Phú Bình (Thái Nguyên) và KCN Sông Hậu 2 (Cần Thơ), cũng như Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu – chúng tôi dự báo sẽ có đóng góp lợi nhuận từ năm 2028 trở đi. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy KBC có tiềm năng tăng trưởng tích cực trong dài hạn nhờ có quỹ đất lớn và danh mục dự án mạnh.

HSC dự báo không có các khoản mục không thường xuyên nào đáng kể trong giai đoạn 2025-2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 107% từ mức nền thấp trong năm 2024.

Tăng 39% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 23%

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 41% ước tính RNAV/cp lên 65.700đ do tác động hỗn hợp của việc tăng dự báo lợi nhuận năm 2026 và việc bổ sung 4 dự án KCN mới và Khu đô thị, du lịch sinh thái và phức hợp sân golf Khoái Châu vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chúng tôi nhận thấy rằng quỹ đất của KBC đang được mở khóa với nhiều dự án đang tiến hành đền bù đất, xây dựng hạ tầng và mở bán, trong khi việc bổ sung thêm 4 dự án KCN mới và một dự án khu dân cư lớn giúp đảm bảo triển vọng tăng trưởng trong trung và dài hạn. Những yếu tố trên giúp KBC có được vị thế tốt để hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang đổ vào Việt Nam. Trong khi đó, dự án KDC Trảng Cát chuẩn bị được khởi công và sẽ có đóng góp đáng kể vào định giá của Công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 23%.

HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 30% so với RNAV/cp – phần nào nhỏ hơn so với bình quân 3 năm, dựa trên quan điểm của chúng tôi về sự cải thiện có tính cơ cấu trong lĩnh vực BĐS – để xác định giá mục tiêu.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá của chúng tôi:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá tất cả KCN và dự án nhà ở. Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để định giá hầu hết các dự án này.
- Giá định WACC theo phương pháp DCF đối với KBC là 13,1% (từ 14% trước đó). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% và hệ số beta là

1,3 lần. Chúng tôi áp dụng hệ số Ke ở mức 8,8% (sau thuế) nhưng tăng giả định tỷ lệ nợ/vốn CSH lên 99% từ 62% sau khi dư nợ tăng cao trong Q2/2025.

Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 6. Trong khi đó, chúng tôi thể hiện độ nhạy định giá đối với các lựa chọn lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh và mức chiết khấu giả định so với RNAV trong Bảng 7-8.

Bảng 6: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NAV giữa năm 2026
BĐS KCN	DCF	38-100%	25,170
Khu đô thị	DCF	87-100%	32,351
Tài sản thuần khác, điều chỉnh	BV		9,721
RNAV, gộp			67,242
(+) (Nợ)/tiền thuần			(16,829)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			50,413
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			767.6
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			65,700
Chiết khấu giả định			30%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			46,000

Nguồn: HSC

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định lãi suất phi rủi ro (đồng), KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
3.0%	50,400	49,100	47,900	46,700	45,500
3.5%	49,400	48,200	46,900	45,800	44,600
4.0%	48,500	47,200	46,000	44,900	43,700
4.5%	47,500	46,300	45,100	44,000	42,900
5.0%	46,600	45,400	44,200	43,100	42,000

Nguồn: HSC

Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chiết khấu RNAV, KBC

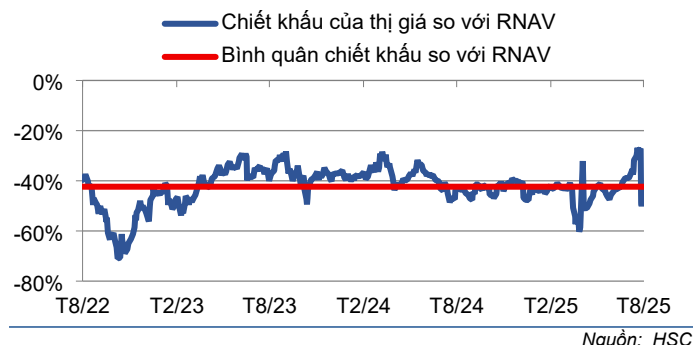
Giả định chiết khấu	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	59,200	52,600	46,000	39,500	32,900
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	57.9%	40.3%	22.7%	5.3%	-12.3%

Nguồn:

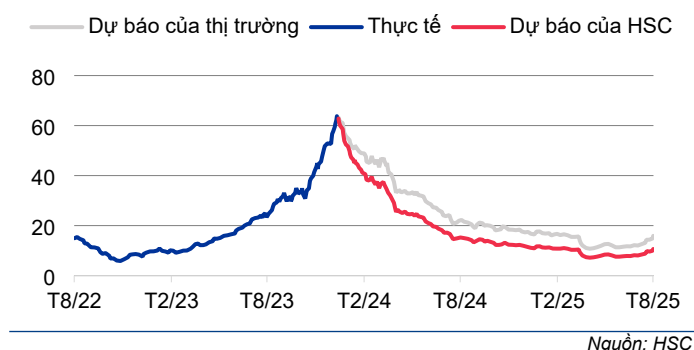
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 21% so với chỉ số VN-Index, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 43% so với RNAV, sát với bình quân 3 năm ở mức 42%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 18,7 lần.

Biểu đồ 9: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 54% so với RNAV, so với bình quân 3 năm ở mức 43%



Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, KBC
KBC có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 18,7 lần



Rủi ro

Chúng tôi nhận thấy hai nguyên nhân chính dẫn đến rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng: (1) những bất ổn về thuế quan và thành phần hàng trung chuyển có thể ảnh hưởng đến lượng vốn FDI vào Việt Nam, từ đó diện tích đất KCN cho thuê tại các dự án thấp hơn kỳ vọng. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của KBC; và (2) rủi ro trong quá trình triển khai dự án. Các dự án KCN Trảng Cát và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (cả hai đóng góp 58% định giá hiện tại của chúng tôi). Đây là dự án khu dân cư lớn đầu tiên mà KBC tham gia, do đó có thể thấy được rủi ro trong quá trình triển khai dự án. Nếu việc triển khai dự án này bị trì hoãn, sẽ có rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,618	2,776	6,685	12,382	12,398
Lợi nhuận gộp	3,695	1,283	3,216	6,246	6,299
Chi phí BH&QL	(813)	(558)	(605)	(1,171)	(1,241)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	2,883	726	2,611	5,075	5,059
Lãi vay thuần	(6.75)	17.6	5.59	(25.6)	(33.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(8.09)	15.9	15.9	15.9	92.1
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	23.4	(36.6)	46.9	(234)	(305)
LNTT	2,891	723	2,680	4,832	4,813
Chi phí thuế TNDN	(646)	(299)	(536)	(1,099)	(1,094)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(214)	(41.1)	(241)	(404)	(334)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,031	382	1,903	3,328	3,384
Lợi nhuận thuần ĐC	2,039	366	1,887	3,312	3,292
EBITDA ĐC	3,026	871	2,801	5,270	5,183
EPS (đồng)	2,646	498	2,479	4,336	4,408
EPS ĐC (đồng)	2,656	477	2,458	4,315	4,288
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	768	768	768	768	768
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	768	768	768	768

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	786	6,566	19,770	4,525	2,117
Đầu tư ngắn hạn	1,919	1,858	1,858	1,858	1,858
Phải thu khách hàng	9,933	11,547	12,159	14,818	14,526
Hàng tồn kho	12,211	13,867	22,944	37,020	42,756
Các tài sản ngắn hạn khác	442	501	501	501	501
Tổng tài sản ngắn hạn	25,291	34,339	57,232	58,722	61,759
TSCĐ hữu hình	449	408	381	350	315
TSCĐ vô hình	0.23	0.18	0.18	0.18	0.18
Bất động sản đầu tư	1,201	1,292	1,179	1,065	948
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,375	4,436	4,452	4,468	4,560
Tài sản dài hạn khác	2,104	4,290	4,290	4,290	4,290
Tổng tài sản dài hạn	8,129	10,427	10,302	10,172	10,113
Tổng cộng tài sản	33,420	44,765	67,534	68,895	71,872
Nợ ngắn hạn	337	368	5,283	3,849	3,789
Phải trả người bán	436	528	1,228	2,173	2,159
Nợ ngắn hạn khác	4,887	5,548	5,548	5,548	5,548
Tổng nợ ngắn hạn	6,579	7,404	13,210	12,602	12,566
Nợ dài hạn	3,322	9,745	23,144	21,664	21,243
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,130	1,134	1,134	1,134	1,134
Nợ dài hạn khác	2,195	5,800	7,221	6,936	6,652
Tổng nợ dài hạn	6,647	16,680	31,499	29,734	29,029
Tổng nợ phải trả	13,226	24,084	44,709	42,336	41,596
Vốn chủ sở hữu	18,141	18,602	20,505	23,833	27,217
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,053	2,080	2,320	2,725	3,059
Tổng vốn chủ sở hữu	20,194	20,682	22,825	26,558	30,276
Tổng nợ phải trả và VCSH	33,420	44,765	67,534	68,895	71,872
BVPS (đ)	23,633	24,234	26,713	31,049	35,457
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,873	3,547	8,657	20,987	22,914

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,883	726	2,611	5,075	5,059
Khấu hao	(135)	(161)	(205)	(211)	(216)
Lãi vay thuần	(6.75)	17.6	5.59	(25.6)	(33.5)
Thuế TNDN đã nộp	(646)	(299)	(536)	(1,099)	(1,094)
Thay đổi vốn lưu động	(382)	3,126	(7,379)	(16,192)	(5,704)
Khác	209	(3,040)	46.9	(234)	(305)
LCT thuần từ HKKD	2,193	690	(5,045)	(12,265)	(1,862)
Đầu tư TS dài hạn	(1,319)	(156)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Góp vốn & đầu tư	(1,649)	(8,037)	0	0	0
Thanh lý	3,302	7,775	0	0	0
Khác	4.09	(968)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	338	(1,386)	(65.0)	(65.0)	(65.0)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	130	1.00	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(3,532)	6,379	18,314	(2,915)	(481)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(3,402)	6,380	18,314	(2,915)	(481)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,683	786	6,566	19,770	4,525
LCT thuần trong kỳ	(871)	5,684	13,204	(15,245)	(2,408)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	812	6,470	19,770	4,525	2,117
Dòng tiền tự do	874	534	(5,110)	(12,330)	(1,927)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	65.8	46.2	48.1	50.4	50.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	53.9	31.4	41.9	42.6	41.8
Tỷ suất LNT (%)	36.1	13.8	28.5	26.9	27.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.3	41.5	20.0	22.7	22.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	487	(50.6)	141	85.2	0.12
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	228	(71.2)	222	88.2	(1.66)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	413	(82.0)	416	75.5	(0.63)
Tăng trưởng EPS (%)	31.0	(81.2)	398	74.9	1.66
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	412	(82.0)	416	75.5	(0.63)
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.9	2.08	9.73	15.0	13.3
ROACE (%)	11.3	2.26	5.70	9.18	8.75
Vòng quay tài sản (lần)	0.16	0.07	0.12	0.18	0.18
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.76	0.95	(1.93)	(2.42)	(0.37)
Số ngày tồn kho	2,318	3,392	2,414	2,202	2,559
Số ngày phải thu	1,885	2,824	1,279	881	869
Số ngày phải trả	82.8	129	129	129	129
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	18.9	23.1	46.8	91.5	87.4
Nợ/tài sản (%)	12.6	24.3	43.5	38.2	36.0
EBIT/lãi vay (lần)	427	N/a	N/a	198	151
Nợ/EBITDA (lần)	1.40	12.3	10.4	4.98	4.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.84	4.64	4.33	4.66	4.91
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	5.63	11.6	5.60	4.02	4.17
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	37.1	13.4	9.44	9.98
P/E (lần)	14.2	75.4	15.1	8.65	8.51
P/E ĐC (lần)	14.1	78.6	15.3	8.69	8.74
P/B (lần)	1.59	1.55	1.40	1.21	1.06
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn