

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

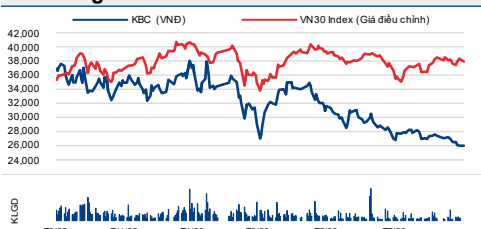
Giá mục tiêu: VNĐ26,700 (từ VNĐ35,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/9/2026)	26,000
Mã Bloomberg	KBC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,000-38,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	24,486
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	941
Slg CP lưu hành (tr.đv)	942
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	461
Slg CP NN được mua (tr.đv)	364
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.3%
Tỷ lệ freefloat	77.2%
Cổ đông lớn	ền vững Châu Á Thái (10.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.94)	(13.3)	(28.0)
So với chỉ số	(6.18)	(12.9)	(31.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,577	2,277	(30.7)
2027F	2,293	3,009	(23.8)
2028F	5,043	4,338	16.2

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 7.000ha diện tích đất KCN.

Tiến độ bàn giao tiếp tục bị trì hoãn; hạ k/n xuống Năm giữ

- HSC giảm 23,7% giá mục tiêu xuống 26.700 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 2,7%), sau khi điều chỉnh giảm 8,5% định giá RNAV/cp xuống còn 53.311 đồng và tăng mức chiết khấu so với RNAV lên 50% (từ 40% trước đây); đồng thời hạ khuyến nghị xuống Năm giữ.
- Chúng tôi giảm lần lượt 13,2%/0,6%/5% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do trì hoãn tiến độ bàn giao đất KCN và giảm dự báo doanh thu từ các dự án khu đô thị. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 36% (trước đây là 34,5%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 14% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index, KBC đang giao dịch với mức chiết khấu 51,2% so với RNAV, cao hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 20,2 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD nửa đầu năm 2026

Lợi nhuận thuần sau kiểm toán 6 tháng đầu năm 2026 của KBC giảm 80,5% xuống còn 231,3 tỷ đồng trên doanh thu 1.924,6 tỷ đồng (-46,9% svck), chỉ hoàn thành 19% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi và đạt 9% KHKD cho cả năm của BLĐ công ty đề ra. KQKD thấp hơn kỳ vọng hoàn toàn do thời điểm ghi nhận doanh thu cho thuê đất KCN (doanh thu cho thuê đất KCN giảm 71,4% so với cùng kỳ xuống còn 828 tỷ đồng do diện tích đất được bàn giao thực tế rất thấp), trong khi số dư nợ thuần tăng lên 20,9 nghìn tỷ đồng, đẩy tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH lên mức cao kỷ lục 0,78 lần. Chúng tôi vừa tiến hành rà soát toàn diện tiến độ bàn giao dự án, đồng thời cập nhật lại mô hình dự báo lợi nhuận và định giá cổ phiếu.

Lợi nhuận: Giảm 13,2%/0,6%/5% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028

HSC giảm 10,9% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 6.116 tỷ đồng (-8,5% svck), chủ yếu để phản ánh việc giảm giá định diện tích đất KCN được bàn giao về mức 131 ha (so với 151 ha trong dự báo trước đây). Khoản doanh thu HĐ tài chính 346 tỷ đồng ghi nhận trong Q2/2026 bù đắp phần lớn tác động tiêu cực đến lợi nhuận. Nhờ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 11,8% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2026 lên 1.551 tỷ đồng. Năm 2027-2028, chúng tôi cũng giảm lần lượt 3,7%/9,9% và 0,6%/5% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần, chủ yếu do áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn đối với việc ghi nhận doanh thu từ các dự án khu đô thị.

Nhìn chung, các dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 32,3% (thấp hơn so với mức 34,5% trong dự báo trước đây); trong khi lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 36% nhờ khoản doanh thu HĐ tài chính 168 tỷ đồng đã ghi nhận trong năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 23,7% giá mục tiêu xuống 26.700 đồng (tiềm năng tăng giá là 2,7%) và hạ khuyến nghị xuống Năm giữ. Chúng tôi điều chỉnh giảm 8,5% ước tính RNAV/cp xuống còn 53.311 đồng nhằm phản ánh việc chậm bàn giao đất KCN và giảm dự báo doanh thu từ các dự án khu đô thị. Mức chiết khấu so với RNAV được điều chỉnh tăng lên 50% (từ 40% trước đây) nhằm phản ánh áp lực nợ vay lớn đang dồn ứ tại dự án Trảng Cát và tâm lý thận trọng đối với phân khúc BĐS KCN; bên cạnh các rủi ro triển khai tại dự án Trảng Cát, Khoái Châu, cũng như bối cảnh mặt bằng lãi suất tiếp tục neo ở mức cao.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 14% trong 3 tháng qua) và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,2% so với RNAV, lớn hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,2 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	875	2,426	2,722	4,822	8,264
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	382	2,104	1,551 ▲	2,249	4,867
EPS ĐC (đồng)	477	2,031	1,577 ▲	2,293	5,043
DPS (đồng)	0.01	0.40	-	-	-
BVPS (đồng)	26,895	28,402	30,050 ▲	32,440 ▲	37,572 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	26.9	18.4	16.9	10.9	6.73
P/E ĐC (lần)	54.5	12.8	16.5	11.3	5.16
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0.00	-	-	-
P/B (lần)	0.97	0.92	0.87	0.80	0.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.0)	326	(22.4)	45.4	120
ROAE (%)	1.87	8.88	5.64	7.65	14.8

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

Chuyên viên phân tích

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

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

Nguyễn Lê Cẩm Ly

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 ly.nlc@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Quỹ đất chưa bàn giao còn lớn; đòn bẩy tài chính là rào cản then chốt

KQKD nửa đầu năm 2026 của KBC thấp hơn kỳ vọng chủ yếu do thời điểm ghi nhận doanh thu, khi diện tích đất được bàn giao thực tế chỉ đạt 20,9 ha so với kế hoạch cho cả năm 2026 là 200 ha của BLĐ. Trong khi đó, các hợp đồng đã ký với quy mô hơn 170 ha vẫn đang trong quá trình đền bù giải phóng mặt bằng và chưa được ghi nhận doanh thu. Mặc dù vậy, mặt bằng lãi suất cao cùng với những bất định xoay quanh chính sách thuế quan tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu thuê đất. Chúng tôi giảm lần lượt 13,2%/0,6%/5% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do việc trì hoãn tiến độ bàn giao đất KCN và giảm dự báo doanh thu từ các dự án khu đô thị. Do đó, giá mục tiêu được điều chỉnh giảm 23,7% xuống còn 26.700 đồng, dựa trên việc giảm 8.5% RNAV/cổ phiếu xuống còn 53.311 đồng và mức chiết khấu so với RNAV được mở rộng lên 50% (từ mức 40% trước đó). Với tiềm năng tăng giá 2,7%, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ.

Quỹ đất chưa bàn giao còn lớn, hơn 170 ha đã ký hợp đồng nhưng chưa bàn giao

BĐS KCN: Tiến độ bàn giao tiếp tục bị trì hoãn dưới tác động của môi trường lãi suất cao

KBC chỉ bàn giao 20,9 ha đất KCN trong 6 tháng đầu năm 2026, bao gồm 5 ha tại KCN Quế Võ mở rộng, 9,8 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 0,8 ha tại KCN Tân Phú Trung và 5,3 ha tại KCN Hưng Yên – vẫn còn thấp hơn nhiều so với mục tiêu cho cả năm 2026 là 200 ha của BLĐ. Công ty cho biết tiến độ bàn giao đất chậm bất nguồn từ tính chất phân bổ dòng tiền/doanh thu không đồng đều của các hợp đồng thuê đất quy mô lớn cùng độ trễ trong thời điểm bàn giao thực tế, hơn là do nhu cầu thuê đất giảm. Đồng thời, lưu ý thêm rằng các hợp đồng cho thuê đã ký với quy mô hơn 170 ha hiện vẫn đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng và dự kiến 100 ha sẽ được bàn giao vào cuối năm 2026.

Về tiến độ triển khai các dự án KCN ở khu vực phía Nam, công ty đang ưu tiên công tác đền bù đất và đặt mục tiêu hoàn thành 100% công việc giải phóng mặt bằng trước khi tiến hành xây dựng, trái ngược với các dự án KCN phía Bắc vốn thường được triển khai theo từng giai đoạn. Tại **KCN Lộc Giang** (466 ha, Tây Ninh – trước đây thuộc Long An), chính quyền tỉnh tiếp tục hỗ trợ tích cực trong các thủ tục và đơn giá đền bù; KBC đã hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng cho hơn 200 ha – tương đương một nửa diện tích dự án. Tại **KCN Sông Hậu 2** (400 ha, Cần Thơ), công ty vẫn đang làm việc với chính quyền tỉnh để thống nhất phương án đền bù, trong khi **dự án tại Đồng Tháp** (KCN Tân Phước 2, 300 ha) hiện vẫn đang trong giai đoạn xin cấp phép đầu tư.

Trước áp lực mặt bằng lãi suất tiếp tục neo ở mức cao, cộng hưởng với các động thái tăng thuế quan mới đây theo quy định về lao động cường bức thuộc Mục 301 và nguy cơ áp thuế đối với hàng hóa trung chuyển, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng mảng cho thuê đất KCN của KBC nhiều khả năng sẽ đối mặt với nhiều thách thức trong ngắn hạn khi khách thuê có xu hướng trì hoãn việc đưa ra quyết định đầu tư.

BĐS nhà ở: Đã nộp xong tiền sử dụng đất, nguồn vốn xây dựng vẫn là điểm nghẽn

Khu đô thị Trảng Cát (584 ha, Hải Phòng): Cần lưu ý rằng, tính đến cuối năm 2025, KBC đã nộp hơn 17 nghìn tỷ đồng tiền sử dụng đất. Chúng tôi nhận thấy ở giai đoạn hiện tại, phần lớn các thủ tục pháp lý liên quan đến nghĩa vụ đất đai đã được hoàn thành. Công ty hiện đang triển khai công tác san lấp mặt bằng và thi công hạ tầng cơ bản, đồng thời có thể nhận được giấy phép mở bán sau khi hạ tầng cơ bản hoàn thiện và được cơ quan chức năng nghiệm thu. Mặc dù vậy, theo ghi nhận của chúng tôi, tiến độ thi công thực tế vẫn tiến triển khá chậm do BLĐ giữ quan điểm thận trọng trước áp lực leo thang của chi phí nguyên vật liệu và bối cảnh thị trường bất động sản còn trầm lắng.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng dự án này chiếm khoảng 45% tổng dư nợ vay của KBC tính đến Q2/2026, yếu tố đóng góp lớn nhất vào đòn bẩy tài chính của toàn tập đoàn.

Do việc ghi nhận doanh thu từ hoạt động bán buôn phụ thuộc vào tiến độ hoàn thành các hạng mục hạ tầng trọng yếu, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng trước kế hoạch của BLĐ về việc ghi nhận doanh thu từ 20 ha đất ngay trong năm 2026. Hoạt động xây dựng được kỳ vọng sẽ tăng tốc tối đa trong năm 2026, mở đường cho việc ghi nhận dòng lợi nhuận đầu tiên nhiều khả năng diễn ra trong năm 2027.

Dự án Sân golf và Khu đô thị sinh thái Khoái Châu (990 ha, Hưng Yên): Quần thể này do một công ty con của KBC – trong đó KBC nắm giữ 96,3% vốn – hợp tác phát triển cùng Tập đoàn Trump Organization. Dự án hiện vẫn trong quá trình giải phóng mặt bằng, với 450 ha (tương đương 45% tổng diện tích) đã hoàn tất công tác đền bù đất vào cuối Q2/2026. Tiến độ triển khai dự án đang được đẩy mạnh rõ nét, với giá trị hàng tồn kho tại dự án đã tăng hơn gấp đôi so với quý trước lên 2.719 tỷ đồng (từ 1.335 tỷ đồng cuối quý trước). Khoản mở rộng này đóng góp khoảng 1/3 tổng mức tăng tồn kho 3.833 tỷ đồng của toàn tập đoàn trong quý, phản ánh việc đẩy mạnh chi trả tiền đền bù đất và giải phóng mặt bằng. Chúng tôi dự báo dự án sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2029.

Bảng 1: Tiến độ các dự án của KBC

9 tháng đầu năm 2026, 20,9 ha đất KCN đã được cho thuê, gồm Quế Võ mở rộng, Tân Phú Trung, Nam Sơn Hạp Lĩnh và Hưng Yên

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)		7,252	5,077		
Quế Võ mở rộng	Bắc Ninh	150	105	5%	Đang triển khai bàn giao
Quế Võ mở rộng 2	Bắc Ninh	170	119	0%	Dự án sắp triển khai
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	210		Đang triển khai bàn giao
Nam Sơn Hạp Lĩnh 2	Bắc Ninh	110	77	0%	Dự án sắp triển khai
Đại Đồng Hoàn Sơn 2	Bắc Ninh	96	67		Đang triển khai bàn giao
Lương Tài 1	Bắc Ninh	245	172	0%	Dự án sắp triển khai
Tràng Duệ 3	Hải Phòng	684	479	0%	Dự kiến bàn giao đầu tiên từ năm 2026
Kinh Thành 2	Hải Phòng	235	165	0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2027
Bình Giang 1	Hải Phòng	150	105	0%	Dự kiến bàn giao từ năm 2027
Kim Động Ân Thi IC	Hưng Yên	375	263	43%	Đang triển khai bàn giao
Kim Động Ân Thi IC 2	Hưng Yên	150	105	0%	Dự án sắp triển khai
Tân Dân	Hưng Yên	100	70	0%	Dự án sắp triển khai
Trung Lập	Hưng Yên	100	70	0%	Dự án sắp triển khai
Phú Bình	Thái Nguyên	675	473	0%	Đang giải phóng mặt bằng
Liên Chiểu	Đà Nẵng	289	202	60%	Chờ triển khai các giai đoạn tiếp theo
Nhơn Hội A	Bình Định	402	281	40%	Chờ triển khai các giai đoạn tiếp theo
Tân Phú Trung	TP.HCM	542	379	74%	Chờ triển khai các giai đoạn tiếp theo
Lê Minh Xuân II	TP.HCM	319	223	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Tân Tập	Tây Ninh	654	458	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Lộc Giang	Tây Ninh	466	326	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Phước Vĩnh Đông IC	Long An	170	119	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Tân Tập IC	Long An	71	50	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Phước Vĩnh Đông 2	Long An	49	34	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Phước Vĩnh Đông 4	Long An	50	35	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
Tân Phước 2	Đồng Tháp	300	210	0%	Dự án sắp triển khai
Sông Hậu 2	Cần Thơ	400	280	0%	Từ năm 2027-2028 trở đi
BDS nhà ở		1,731	1,212		
Phước Ninh	Bắc Ninh	115	81	60%	Chờ UBND tỉnh phê duyệt quyết định sử dụng đất
Tràng Duệ	Hải Phòng	42	29	60-70%	Sắp hoàn tất bàn giao
Tràng Cát	Hải Phòng	584	409	0%	Đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về sử dụng đất, đang xây dựng
Khu phức hợp sinh thái và sân golf Khoái Châu	Hưng Yên	990	693	0%	Đang giải phóng mặt bằng

Nguồn: Lợi nhuận Q2/26, KBC

Áp lực chi phí tài chính leo thang trong bối cảnh chi phí vốn tăng cao

Tổng nợ vay của KBC tăng lên 32,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2026 (+25,3% svck; +8,4% svqt), đẩy số dư nợ thuần lên 20,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 0,78 lần, cả hai đều đạt mức cao kỷ lục. Đáng chú ý, khoảng 45% tổng

dư nợ hiện đang tập trung dồn ứ tại dự án Trảng Cát, vốn vẫn chưa bước vào giai đoạn bàn giao.

HSC dự báo tổng nợ vay của công ty sẽ đạt 30,1 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2026 (+5,1% svck) với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH là 0,7 lần, trước khi tăng lên 0,87 lần và 0,83 lần trong các năm 2027 và 2028 do công ty đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư tại dự án Trảng Cát, dự án Khoái Châu và các KCN khu vực phía Nam. Trong bối cảnh mật bằng lãi suất neo ở mức cao, quy mô đòn bẩy tài chính lớn này sẽ tiếp tục bào mòn lợi nhuận của công ty.

Đầu năm nay, BLĐ đã công bố định hướng đẩy mạnh đòn bẩy nợ và để ngỏ khả năng phát hành thêm trái phiếu (vừa qua đã hoàn tất đợt phát hành 700 tỷ đồng vào ngày 3/9/2026 với kỳ hạn 3 năm và lãi suất cố định 12%/năm) nhằm tài trợ cho kế hoạch tăng quy mô vốn đầu tư lên 10-15 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. Điều này sẽ khiến chi phí lãi vay tiếp tục duy trì ở mức cao: chúng tôi dự báo chi phí tài chính đạt 1.448 tỷ đồng trong năm 2026 (+105% svck), 1.852 tỷ đồng trong năm 2027 (+27,9% svck) và 1.864 tỷ đồng trong năm 2028 (+0,6% svck).

Lợi nhuận: Giảm 13,2%/0,6%/5% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028

HSC giảm 10,9% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 6.116 tỷ đồng (-8,5% svck), chủ yếu do giảm giá định diện tích đất KCN được bàn giao xuống còn 131 ha (so với 151 ha trước đây), phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi trước nguy cơ chậm tiến độ bàn giao vào cuối năm 2026. Tuy nhiên, xét về chỉ tiêu lợi nhuận thuần, khoản doanh thu HĐ tài chính 346 tỷ đồng được ghi nhận trong Q2/2026 đã bù đắp phần sụt giảm của mảng kinh doanh cốt lõi. Chúng tôi điều chỉnh tăng 11,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 1.551 tỷ đồng (-26,3% svck), trong khi giảm 13,2% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi xuống 1.205 tỷ đồng (-37,7% svck). Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của chúng tôi hiện chỉ bằng khoảng một nửa so với mục tiêu 3 nghìn tỷ đồng của BLĐ, chủ yếu do có quan điểm thận trọng hơn về diện tích đất KCN dự kiến được bàn giao, việc chậm đưa vào khai thác thương mại dự án Trảng Cát và chi phí lãi vay tăng mạnh.

Cho năm 2027-2028, chúng tôi giảm 3,7% và 9,9% dự báo doanh thu xuống 11.605 tỷ đồng và 18.677 tỷ đồng trong khi giảm 0,6% và 5% dự báo lợi nhuận thuần xuống 2.249 tỷ đồng và 4.867 tỷ đồng, chủ yếu để phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với tiến độ ghi nhận doanh thu từ các dự án khu đô thị.

Nhìn chung, dự báo sau điều chỉnh của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 32,3% (36% đối với lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi), thấp hơn so với mức 34,5% trước đó. Động lực tăng trưởng đến từ việc bàn giao 131/173/259 ha đất KCN trong giai đoạn 2026-2028, kết hợp với đợt ghi nhận doanh thu đầu tiên từ phân khúc BĐS nhà ở tại dự án Trảng Cát từ năm 2027.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, KBC

Lợi nhuận thuần theo dự báo mới tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 36%

(Tỷ đồng)	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	6,687	6,116	-10.9%	-8.5%	11,605	-3.7%	89.7%	18,677	-9.9%	60.9%
Lợi nhuận gộp	3,190	3,221	-11.3%	1.0%	5,807	-1.4%	80.3%	9,804	-6.1%	68.8%
Chi phí BH&QL	(753)	(796)	-1.0%	5.7%	(1,292)	-9.2%	62.4%	(1,836)	-10.1%	42.1%
Lợi nhuận HĐ	2,437	2,425	-14.2%	-0.5%	4,514	-1.9%	86.2%	7,968	-5.2%	76.5%
Thu nhập tài chính	679	976	178.6%	43.8%	566	9.1%	-42.0%	466	14.9%	-17.6%
Chi phí tài chính	(706)	(1,448)	-4.3%	105.0%	(1,852)	-2.3%	27.9%	(1,864)	3.2%	0.6%
LNTT	2,929	2,064	11.2%	-29.5%	3,374	-1.2%	63.4%	6,829	-5.1%	102.4%
Lợi nhuận thuần	2,104	1,551	11.8%	-26.3%	2,249	-0.6%	45.0%	4,867	-5.0%	116.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	168	346	N/m	105.4%	-	N/m	-100.0%	-	N/m	N/m
LNT 'cốt lõi'	1,935	1,205	-13.2%	-37.7%	2,249	-0.6%	86.7%	4,867	-5.0%	116.4%

Nguồn: HSC

Giảm 23,7% giá mục tiêu xuống 26.700 đồng; Hạ k/n xuống Năm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 8,5% định giá RNAV/cp xuống 53.311 đồng, chủ yếu phản ánh tiến độ cho thuê đất chậm hơn kỳ vọng sau kết quả bàn giao kém tích cực trong 6 tháng đầu năm 2026, đồng thời áp dụng quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng doanh thu từ các dự án khu đô thị. Chúng tôi đồng thời tăng mức chiết khấu so với RNAV lên 50% (từ 40%) nhằm phản ánh rủi ro gia tăng từ gánh nặng nợ vay lớn đang dồn ứ tại dự án Trảng Cát và tâm lý thận trọng bao trùm phân khúc BĐS KCN; bên cạnh các rủi ro triển khai tại các đại dự án khu đô thị của KBC (Trảng Cát, Khoái Châu), bối cảnh mặt bằng lãi suất tiếp tục neo cao cùng những bất định về chính sách thuế quan. Theo đó, giá mục tiêu mới là 26.700 đồng/cp (giảm 23,7% so với dự báo trước đây), tương ứng với tiềm năng tăng giá ở mức 2,7% – qua đó hạ khuyến nghị xuống Năm giữ.

Thông tin chi tiết về các giả định định giá theo phương pháp SoTP của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp thuộc mô hình DCF để định giá toàn bộ các dự án khu công nghiệp và khu đô thị.
- Chúng tôi áp dụng WACC ở mức 12,7% (không đổi) với phương pháp định giá DCF, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, hệ số beta 1,2 lần (không đổi) và phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh 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%). Chúng tôi áp dụng hệ số Ke ở mức 8,8% (sau thuế) nhưng giữ nguyên giả định tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH ở mức 99%.

Bảng 3: Định giá theo phương pháp SOTP, KBC

Giá mục tiêu mới là 26.700đ (tiềm năng tăng giá 2,7%)

Tỷ đồng	Phương pháp	Lợi ích của KBC	NAV giữa năm 2027
BĐS KCN	DCF	38% to 100%	26,410
Dự án nhà ở	DCF	87% to 100%	35,041
Tài sản thuần khác, điều chỉnh			8,547
RNAV, gộp			69,998
(+) (Nợ)/tiền thuần			(19,792)
Giá trị vốn CSH điều chỉnh			50,206
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			941.8
Giá trị của cổ phiếu (đồng)			53,311
Chiết khấu giả định			50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)			26,700

Nguồn: HSC

Bảng 4: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, KBC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 10,3%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.3%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	27,900	27,500	27,200	26,900	26,600
	3.5%	27,600	27,300	27,000	26,700	26,400
	4.0%	27,300	27,000	26,700	26,400	26,100
	4.5%	27,100	26,800	26,500	26,200	25,900
	5.0%	26,800	26,500	26,200	25,900	25,600

Nguồn: HSC

Bảng 5: T Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với giả định chiết khấu RNAV, KBC
HSC sử dụng mức chiết khấu 50% đối với RNAVPS (tăng lên từ mức 40% trong dự báo cũ)

Giả định chiết khấu	30%	40%	50%	60%	70%
Giá mục tiêu	37,400	32,000	26,700	21,400	16,000
Tiềm năng tăng giá từ thị giá	43.8%	23.1%	2.7%	-17.7%	-38.5%

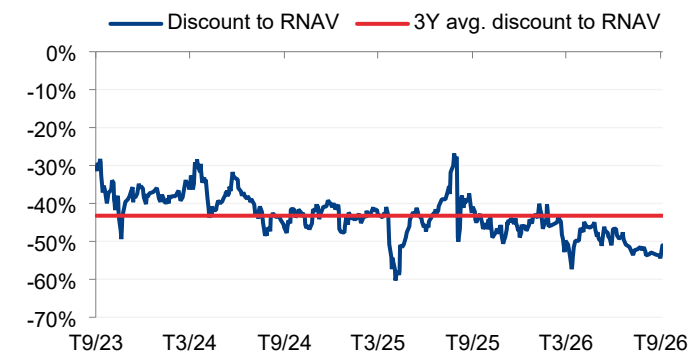
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua (giảm 14% trong 3 tháng qua) và tiếp tục diễn biến kém khả quan trong bối cảnh thị trường lo ngại về chi phí lãi vay gia tăng cùng những bất định xoay quanh chính sách thuế quan, KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,2% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%. Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,2 lần.

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV quá khứ, KBC

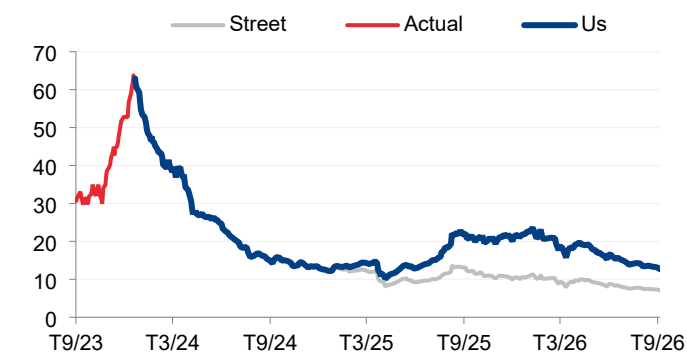
KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,2% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%.



Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: KBC đang giao dịch ở mức chiết khấu 51,2% so với RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 43,2%.

Cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,2 lần.



Nguồn: HSC

Rủi ro

HSC 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 rủi ro liên quan đến yếu tố 'trung chuyển hàng hóa' có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI vào Việt Nam, dẫn đến diện tích đất cho thuê tại các dự án thấp hơn kỳ vọng, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của KBC;
- 2) Rủi ro trong quá trình triển khai dự án đối với dự án KCN Trảng Cát và Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (cả hai đóng góp lần lượt 40%/ 57% tổng định giá RNAV/vốn CSH). 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.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	2,776	6,687	6,116	11,605	18,677
Lợi nhuận gộp	1,283	3,190	3,221	5,807	9,804
Chi phí BH&QL	(558)	(753)	(796)	(1,292)	(1,836)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	726	2,437	2,425	4,514	7,968
Lãi vay thuần	17.6	(17.1)	(64.1)	(146)	(157)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	15.9	192	66.6	91.5	117
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	(36.6)	318	(363)	(1,087)	(1,098)
LNTT	723	2,929	2,064	3,374	6,829
Chi phí thuế TNDN	(299)	(721)	(493)	(805)	(1,630)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(41.1)	(105)	(20.7)	(319)	(332)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	382	2,104	1,551	2,249	4,867
Lợi nhuận thuần ĐC	366	1,912	1,484	2,158	4,750
EBITDA ĐC	875	2,426	2,722	4,822	8,264
EPS (đồng)	498	2,236	1,648	2,390	5,167
EPS ĐC (đồng)	477	2,031	1,577	2,293	5,043
DPS (đồng)	0.01	0.40	-	-	-
Slg CP bình quân (triệu đv)	768	941	941	941	942
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	768	941	941	941	942
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	768	941	941	941	942

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	6,566	8,369	8,432	5,116	5,588
Đầu tư ngắn hạn	1,858	1,878	1,878	1,878	1,878
Phải thu khách hàng	13,309	17,215	13,374	15,407	17,559
Hàng tồn kho	13,850	27,073	35,864	44,561	53,527
Các tài sản ngắn hạn khác	493	511	511	511	511
Tổng tài sản ngắn hạn	36,075	55,046	60,059	67,472	79,063
TSCĐ hữu hình	408	515	448	357	263
TSCĐ vô hình	0.18	0.14	0.12	0.10	0.08
Bất động sản đầu tư	1,292	1,107	942	769	589
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,394	7,325	7,392	7,483	7,600
Tài sản dài hạn khác	2,560	5,589	5,589	5,589	5,589
Tổng tài sản dài hạn	8,655	14,536	14,371	14,199	14,041
Tổng cộng tài sản	44,730	69,581	74,431	81,671	93,104
Nợ ngắn hạn	371	2,287	1,425	1,314	1,416
Phải trả người bán	529	595	493	987	1,510
Nợ ngắn hạn khác	5,224	6,808	6,808	6,808	6,808
Tổng nợ ngắn hạn	7,093	11,948	11,764	13,456	16,621
Nợ dài hạn	9,741	26,351	28,676	31,941	35,294
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1,135	1,738	1,738	1,738	1,738
Nợ dài hạn khác	6,117	2,818	3,955	3,671	3,386
Tổng nợ dài hạn	16,992	30,908	34,370	37,350	40,419
Tổng nợ phải trả	24,085	42,855	46,133	50,806	57,040
Vốn chủ sở hữu	20,645	26,726	28,277	30,526	35,393
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	20.7	340	672
Tổng vốn chủ sở hữu	20,645	26,726	28,297	30,865	36,064
Tổng nợ phải trả và VCSH	44,730	69,581	74,431	81,671	93,104
BVPS (đ)	26,895	28,402	30,050	32,440	37,572
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,547	20,270	21,670	28,139	31,122

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	726	2,437	2,425	4,514	7,968
Khấu hao	(165)	(182)	(364)	(399)	(413)
Lãi vay thuần	17.6	(17.1)	(64.1)	(146)	(157)
Thuế TNDN đã nộp	(299)	(721)	(493)	(805)	(1,630)
Thay đổi vốn lưu động	3,321	(18,904)	(3,136)	(9,210)	(8,340)
Khác	(2,778)	(320)	(363)	(1,087)	(1,098)
LCT thuần từ HKKD	1,152	(17,344)	(1,268)	(6,334)	(2,845)
Đầu tư TS dài hạn	(530)	(130)	(133)	(135)	(138)
Góp vốn & đầu tư	(7,664)	(1,786)	0	0	0
Thanh lý	7,193	3,548	0	0	0
Khác	(873)	(5,207)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,874)	(3,575)	(133)	(135)	(138)
Cổ tức trả cho CSH	(0.01)	(0.38)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	1.00	4,216	0	0	0
Tăng/giảm nợ	6,446	18,506	1,463	3,153	3,455
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	6,447	22,721	1,463	3,153	3,455
Tiền & tương đương tiền đầu kì	841	6,566	8,369	8,432	5,116
LCT thuần trong kỳ	5,725	1,802	63.1	(3,316)	472
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,566	8,369	8,432	5,116	5,588
Dòng tiền tự do	621	(17,474)	(1,400)	(6,469)	(2,983)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.2	47.7	52.7	50.0	52.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.5	36.3	44.5	41.6	44.2
Tỷ suất LNT (%)	13.8	31.5	25.4	19.4	26.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	41.5	24.6	23.9	23.9	23.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(50.6)	141	(8.54)	89.7	60.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(71.1)	177	12.2	77.2	71.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(82.0)	422	(22.4)	45.4	120
Tăng trưởng EPS (%)	(81.2)	349	(26.3)	45.0	116
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.0)	326	(22.4)	45.4	120
Tăng trưởng DPS (%)	(100.0)	2,681	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0.00	0.02	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.87	8.88	5.64	7.65	14.8
ROACE (%)	2.25	5.12	4.03	6.90	11.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.07	0.12	0.08	0.15	0.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.59	(7.12)	(0.52)	(1.40)	(0.36)
Số ngày tồn kho	3,387	2,825	4,521	2,805	2,202
Số ngày phải thu	3,255	1,797	1,686	970	722
Số ngày phải trả	130	62.1	62.1	62.1	62.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.8	81.7	85.0	104	105
Nợ/tài sản (%)	24.3	43.4	43.6	45.2	46.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	143	37.8	31.0	50.9
Nợ/EBITDA (lần)	12.2	11.5	11.6	7.51	5.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.09	4.61	5.11	5.01	4.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	8.47	6.69	7.54	4.53	2.98
EV/EBITDA ĐC (lần)	26.9	18.4	16.9	10.9	6.73
P/E (lần)	52.3	11.6	15.8	10.9	5.03
P/E ĐC (lần)	54.5	12.8	16.5	11.3	5.16
P/B (lần)	0.97	0.92	0.87	0.80	0.69
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0.00	-	-	-

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) 2026.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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