

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

[Việt Nam / Khu công nghiệp]

Bloomberg Code (KBC VN) | Reuters Code (KBC.HM)

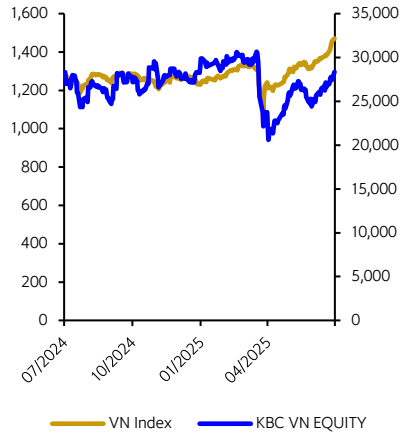
MUA

Báo Cáo Cập Nhật

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 38,100**
Giá hiện tại (17/07/2025)	VND 28,400
Suất sinh lời (%)	34%

VNINDEX	1,490
HNXINDEX	246
Vốn hóa (tỷ VND)	26,745
SLCP lưu hành (triệu CP)	942
Tự do giao dịch (triệu CP)	660
52-tuần cao/thấp (VND)	31,300/20,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.59
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	202
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư và Phát triển DTT	9.19%
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	6.61%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	28.3	-5.2	0.4
So với VN-Index (%)	8.5	-24.1	-14.5



Nguồn: Bloomberg

Không chùn bước trước thuế quan toàn cầu

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 38,100

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển các dự án khu công nghiệp và bất động sản. Kinh Bắc sở hữu các dự án trên cả ba miền tại các thành phố lớn như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Chúng tôi cập nhật định giá đối với cổ phiếu KBC sau quá trình mở rộng hơn 1,300 ha và chào bán cổ phiếu trong Q2/2025. Dựa trên phương pháp định giá RNAV, chúng tôi định giá KBC ở mức giá VND 38,100. Trước tình hình thuế quan bất ổn trên toàn cầu, chúng tôi tin rằng KBC có thể vượt qua bất ổn và tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025: (1) Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định củng cố nhu cầu thuê đất, (2) Hàng loạt dự án KCN và KĐT được phê duyệt tạo dư địa tăng trưởng dài hạn.

Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định củng cố nhu cầu thuê đất

Theo Cục Thống kê, vốn FDI thực hiện trong sáu tháng đầu năm 2025 ước đạt USD 11.72 tỷ (+8.1% YoY), đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt hơn USD 21.52 tỷ (+32.6% YoY). Chính sách ngoại giao linh hoạt đi cùng với những lợi thế đặc biệt về vị trí địa lý và chi phí sản xuất đã giúp Việt Nam có vị thế đặc biệt trong việc thu hút vốn FDI.

Dư địa tăng trưởng mở rộng cho KBC sau loạt dự án KCN và KĐT được phê duyệt

Trong Q2/2025, Kinh Bắc City (KBC) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư cho hơn 1,300 ha đất khu công nghiệp (KCN), nâng tổng diện tích được mở rộng từ đầu năm đến nay lên hơn 1,500 ha. Các dự án đáng chú ý bao gồm: KCN Quế Võ mở rộng 2 (140 ha), KCN Bình Giang (148 ha), KCN Sông Hậu 2 (380 ha), KCN Phú Bình (675 ha) và KCN Kim Thành 2 (234 ha). Ngoài lĩnh vực KCN, Q2/2025, KBC cũng nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư đối với dự án khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (Trump International Hưng Yên), với tổng mức đầu tư lên tới 1,533 tỷ USD.

Đáng chú ý, hai dự án trọng điểm là KCN Tràng Duệ 3 và khu đô thị Tràng Cát cũng đã được phê duyệt chủ trương đầu tư đầu năm 2025 sẽ mở ra tiềm năng khai thác lớn cho KBC trong năm 2025.

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 8,188 tỷ (+195% YoY) trong năm 2025, lợi nhuận sau thuế năm dự kiến đạt VND 1,433 tỷ đồng (+212% YoY). Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 158 ha trong năm 2025 và 197 ha trong năm 2026 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3, các KCN tại Long An và hàng loạt dự án mới được chấp thuận trong năm 2025, (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nếnh và KĐT Tràng Duệ, đồng thời kiến sẽ bùng nổ trong năm 2026 khi dự KĐT Tràng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu.

Rủi ro: (1) Rủi ro dòng vốn FDI suy yếu; (2) Rủi ro thị trường bất động sản suy giảm; (3) Rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm; (4) Rủi ro pháp lý.

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ VND)	**2,776**	**8,188**	**15,220**	**14,860**	**18,321**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	907	1,953	3,977	4,449	5,449
LNST (tỷ VND)	**460**	**1,281**	**2,635**	**2,984**	**3,653**
EPS (đồng)	555	1,228	2,526	2,860	3,502
BPS (đồng)	24,226	24,132	26,158	28,519	31,520
Biên LN HĐKD (%)	33%	24%	26%	30%	30%
Biên LNST (%)	17%	16%	17%	20%	20%
ROE (%)	**2%**	**5%**	**10%**	**10%**	**11%**
PER (x)	48.99	22.39	10.89	9.61	7.85
PBR(x)	1.01	1.14	1.05	0.96	0.87
EV/EBITDA (x)	22.21	9.77	5.17	4.66	3.95

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tiến Lê

(84-28) 6299-8011

tien.ld@shinhan.com



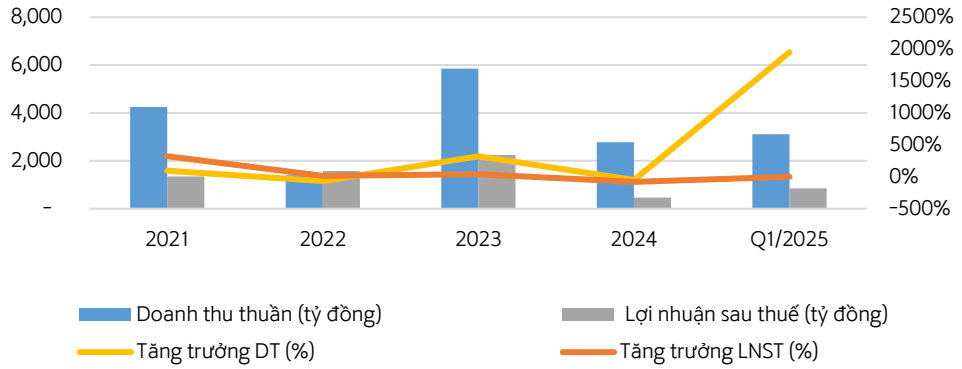


Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2025

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2025

Doanh thu và lợi nhuận Kinh Bắc 2020 – 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đô thị Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q1/2025 đạt VND 3,117 tỷ đồng, cao gấp 20.5 lần so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt VND 849 tỷ đồng trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ, trong đó:

Mảng khu công nghiệp đạt VND 2,483 tỷ, chiếm 79% doanh thu. Ước tính diện tích đất KCN cho thuê được trong Q1/2025 ở khoảng 68 ha (chiếm 30% trên tổng 200 ha kế hoạch năm 2025), chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký kết ở KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3 và Cụm công nghiệp Hưng Yên.

Mảng chuyển nhượng bất động sản khu đô thị có sự tăng trưởng mạnh mẽ, đạt VND 411 tỷ tăng gấp 28 so với cùng kỳ.

Các mảng doanh thu khác đạt 221 tỷ đồng (+61% YoY), nhờ doanh thu các chi phí dịch vụ (điện, nước, xử lý nước thải), doanh thu cho thuê nhà xưởng và bán nhà xưởng tăng so với năm trước.

So với kế hoạch kinh doanh đã đề ra, Đô thị Kinh Bắc chỉ thực hiện được 31% mục tiêu doanh thu và 26% mục tiêu lãi ròng cả năm.

Cập nhật tình hình phát hành cổ phiếu riêng lẻ trong tháng 06/2025

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) vừa hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ 174.1 triệu cổ phiếu với mức giá chào bán 23,900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ phân phối thành công đạt 70%. Số lượng cổ phần còn lại, tương đương 75.85 triệu đơn vị, đã được hủy bỏ theo đúng quy định hiện hành. Sau phát hành, vốn điều lệ của KBC tăng từ 7,676 tỷ đồng lên 9,417 tỷ đồng. Tổng giá trị vốn huy động được là 4,161 tỷ đồng. Về cơ cấu sử dụng vốn, công ty cho biết đã dành khoảng 1,462 tỷ đồng để thanh toán nợ gốc và lãi vay cho CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng; phần còn lại khoảng 2,699 tỷ đồng được phân bổ để trả nợ cho CTCP KCN Sài Gòn – Bắc Giang.

Đẩy mạnh gia tăng quỹ đất mới với hơn 1,300 ha trong Q2/2025

KBC đang tích cực mở rộng hơn 1,300 ha quỹ đất khu công nghiệp với loạt dự án quy mô lớn. Cụ thể, công ty đã nhận được chủ trương đầu tư của các KCN bao gồm: KCN Quế Võ mở rộng 2 (hơn 140 ha), KCN Bình Giang (gần 148 ha), và KCN Sông Hậu 2 (380 ha), và KCN Phú Bình (675 ha). Bên cạnh đó, KCN Kim Thành 2 (234 ha) đã hoàn tất thủ tục pháp lý và được cấp phép triển khai. Việc mở rộng quỹ đất tại các địa phương chiến lược cho thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn của KBC.Tính từ đầu năm 2025, KBC đã mở rộng hơn 1,500 ha quỹ đất KCN.

Hoàn tất việc nộp tiền thuê đất dự án Tràng Cát, tiến hành thi công trong tháng 05/2025

Công ty con của KBC là Công ty TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát – chủ đầu tư Dự án Khu Đô thị và Dịch vụ Tràng Cát – đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính liên quan đến tiền sử dụng đất của dự án. Cụ thể, trong giai đoạn gần đây, công ty đã nộp 6,854 tỷ đồng cho phần diện tích 714,810 m² đất nhà ở có quyền sử dụng lâu dài. Tính chung với số tiền đã nộp từ năm 2020, sau khi điều chỉnh quy hoạch, tổng tiền sử dụng đất cho toàn bộ dự án ước đạt 17,794 tỷ đồng. Như vậy, đến

thời điểm hiện tại, toàn bộ 1,955 triệu m² đất nhà ở lâu dài thuộc dự án đã hoàn tất 100% nghĩa vụ tài chính, sẵn sàng đưa vào kinh doanh. Theo kế hoạch, ngay trong tháng 5, KBC sẽ khởi công phân khu nhà ở xã hội quy mô 50 ha tại Tràng Cát, đánh dấu bước tiến quan trọng trong lộ trình triển khai toàn dự án.

Khởi công Dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân gôn Khoái Châu, Hưng Yên (Trump International Hưng Yên)



CTCP Tập đoàn Đầu tư và Phát triển Hưng Yên (đơn vị thành viên do KBC sở hữu 85%) hiện đang triển khai dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (gọi tắt là Dự án Khoái Châu) tại tỉnh Hưng Yên, với quy mô lớn và tiềm năng trở thành điểm nhấn chiến lược trong danh mục phát triển của KBC.

Tổng mức đầu tư lớn: Dự án có tổng diện tích 888.52 ha, tổng vốn đầu tư dự kiến đạt 39,787 tỷ đồng (tương đương 1,533 tỷ USD), trong đó:

- Chi phí bồi thường, hỗ trợ và tái định cư khoảng 4,087 tỷ đồng,
- Chi phí đầu tư xây dựng và phát triển khoảng 35,700 tỷ đồng.

Hợp tác chiến lược với Trump Organization – Yếu tố khác biệt: Khoái Châu là một trong những dự án trọng điểm được triển khai trong khuôn khổ hợp tác chiến lược giữa KBC và Trump Organization (Hoa Kỳ), với mục tiêu phát triển tổ hợp nghỉ dưỡng, sân golf và biệt thự mang thương hiệu Trump đầu tiên tại Việt Nam. Đây là bước đi chiến lược nhằm đưa KBC gia nhập phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng cao cấp quốc tế, đồng thời nâng cao vị thế thương hiệu trên thị trường.

Dự án được quy hoạch thành 4 tiểu khu chính:

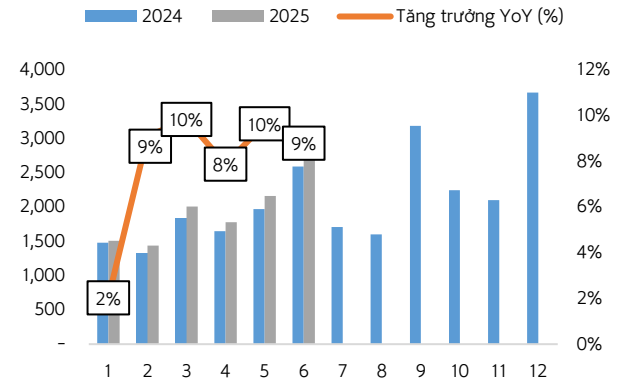
- Tiểu khu 1: Khu dân cư sinh thái kết hợp sân golf cao cấp (387.44 ha, khoảng 3,500 người),
- Tiểu khu 2: Khu dân cư sinh thái kết hợp sân golf sinh thái (220.39 ha, khoảng 1,800 người),
- Tiểu khu 3: Khu đô thị thương mại - dịch vụ (181.29 ha, khoảng 29,700 người),
- Tiểu khu 4: Khu cây xanh và công viên chuyên đề (99.41 ha).

Đặc biệt, hạng mục sân golf bao gồm 54 lỗ, với tổng diện tích 241.59 ha, chia thành 2 cụm: sân golf 36 lỗ và sân golf 18 lỗ – hướng đến phân khúc khách hàng thượng lưu và du lịch golf quốc tế.

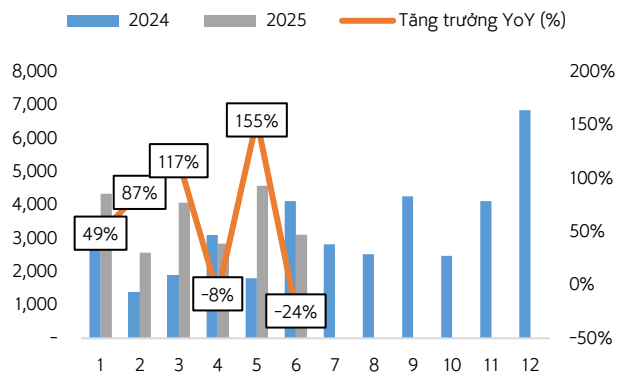
Thời gian triển khai: Dự án dự kiến triển khai trong giai đoạn từ Quý II/2025 đến Quý II/2029 (khoảng 4 năm), với thời hạn hoạt động 50 năm. Dự án được hưởng các chính sách ưu đãi đầu tư theo quy định của pháp luật hiện hành.

Triển vọng nguồn vốn FDI tiếp tục duy trì ổn định

Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 6T2025 (triệu USD)



Vốn FDI đăng ký 2024 và 6T2025 (triệu USD)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

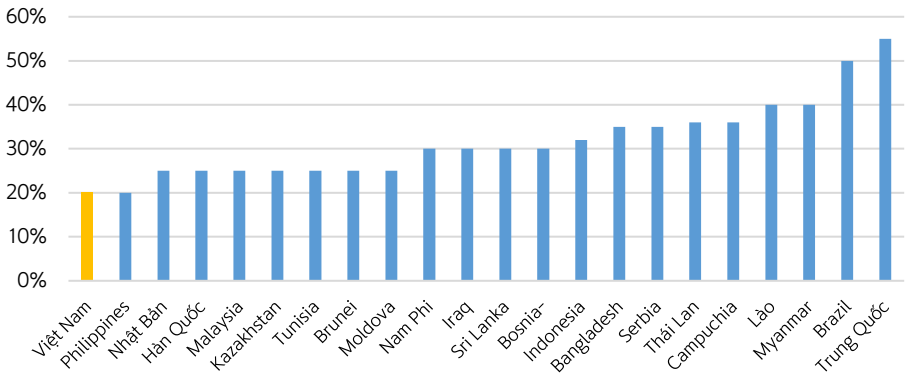
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2025 đạt 11.72 tỷ USD, tăng 8.1% so với cùng kỳ và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Bên cạnh đó, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn 21.52 tỷ USD, tăng mạnh 32.6% so với cùng kỳ năm trước.

Chúng tôi đánh giá động lực chính cho sự bứt phá của FDI bao gồm:

- **Chính sách ngoại giao linh hoạt và ổn định** với hàng loạt các hiệp định FTA được ký kết, giúp nâng cao vị thế của Việt Nam trong bối cảnh cạnh tranh địa chính trị toàn cầu. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn duy trì lối ngoại giao mềm mỏng khi đối thoại với Mỹ về các vấn đề thuế quan. Điều này giúp tạo niềm tin cho các quốc gia tiến hành đầu tư tại Việt Nam
- **Lợi thế về chi phí** sản xuất như chi phí điện, tiền thuê đất và nhà xưởng. Lao động cạnh tranh có chuyên môn với chi phí thấp.
- **Vị trí địa lý chiến lược quan trọng**, nằm trong chuỗi cung ứng trong khu vực ASEAN và tuyến đường hàng hải Châu Á – Thái Bình Dương, cận kề các trung tâm sản xuất lớn như Trung Quốc.
- **Cải thiện môi trường đầu tư**, với các nỗ lực thúc đẩy cải cách thủ tục hành chính, phát triển hạ tầng và các khu công nghiệp đi kèm với đó là các chính sách ưu đãi nhằm thu hút các doanh nghiệp nước ngoài, đặc biệt là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ.

Đánh giá triển vọng: Dòng vốn FDI tăng trưởng tích cực trong nửa đầu năm 2025, đặc biệt mức tăng theo tháng so với năm trước sau giai đoạn Mỹ bắt đầu áp thuế vẫn tăng trưởng mạnh, là tín hiệu rõ ràng cho thấy niềm tin của nhà đầu tư quốc tế đối với môi trường kinh doanh Việt Nam. Trong bối cảnh xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu vẫn đang tiếp diễn, Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho các tập đoàn đa quốc gia, đặc biệt trong các lĩnh vực chế biến chế tạo, công nghệ cao và bất động sản công nghiệp.

Mức thuế mà Mỹ áp lên Việt Nam so với các quốc gia khác



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Theo thông báo của Tổng thống Trump vào đầu tháng 7, Việt Nam dự kiến sẽ phải chịu mức thuế 20% đối với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam và mức thuế 40% đối với các đơn hàng dạng "transshipment" – tức hàng hóa được vận chuyển từ Trung Quốc. Đây là mức thuế cạnh tranh so với nhiều quốc gia khác trong khu vực và được đánh giá là không quá bất lợi đối với doanh nghiệp Việt Nam.

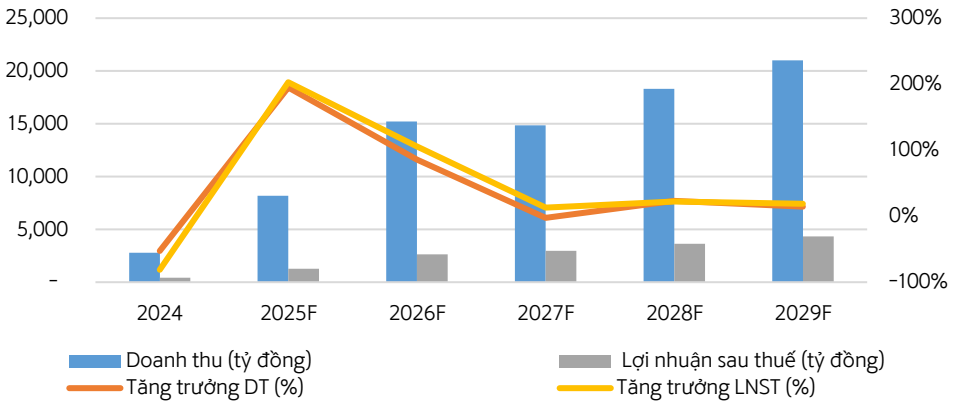
Đối với KBC, với tỷ trọng khách thuê đến từ Trung Quốc hiện chiếm khoảng 35% tổng cơ cấu khách hàng, công ty đánh giá tác động từ chính sách thuế sẽ không ảnh hưởng quá nhiều đến nhu cầu từ khách thuê Trung Quốc. Cụ thể, nếu doanh nghiệp Trung Quốc có hàng hóa sản xuất tại Việt Nam và có Giấy chứng nhận xuất xứ (CO) tại Việt Nam sẽ chỉ bị áp mức thuế 20%. Bên cạnh đó, mức thuế 40% áp lên hàng hóa "transship" thấp hơn so với mức 55% hiện tại mà Mỹ đang áp lên hàng hóa Trung Quốc. Điều này kỳ vọng sẽ thúc đẩy làn sóng các doanh nghiệp Trung Quốc mở rộng sản xuất thực tế tại Việt Nam thay vì chỉ dùng Việt Nam như điểm trung chuyển nhằm né thuế.

Chúng tôi cho rằng chính sách thuế mới có thể tiếp tục củng cố xu hướng "Trung Quốc +1", đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam vẫn đang sở hữu các lợi thế cạnh tranh rõ rệt như vị trí địa lý gần Trung Quốc, chi phí nhân công hợp lý và chi phí sản xuất cạnh tranh. Đây là những yếu tố có thể giúp KBC tiếp tục thu hút dòng vốn FDI, đặc biệt từ khu vực Đông Á, trong thời gian tới.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tháo gỡ pháp lý thúc đẩy tình hình kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

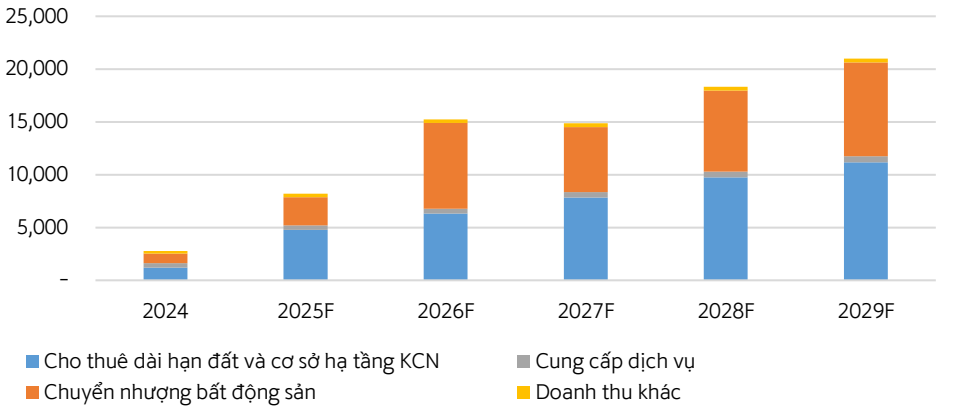
Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng Kinh Bắc 2024 – 2029F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự kiến doanh thu thuần Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc đạt khoảng VND 8,188 tỷ (+195% YoY) trong năm 2025 và VND 15,220 tỷ (+86% YoY) trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 1,281 tỷ đồng (+203% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 2,635 tỷ (+106% YoY).

Cơ cấu doanh thu Kinh Bắc 2024 – 2029F (tỷ đồng)

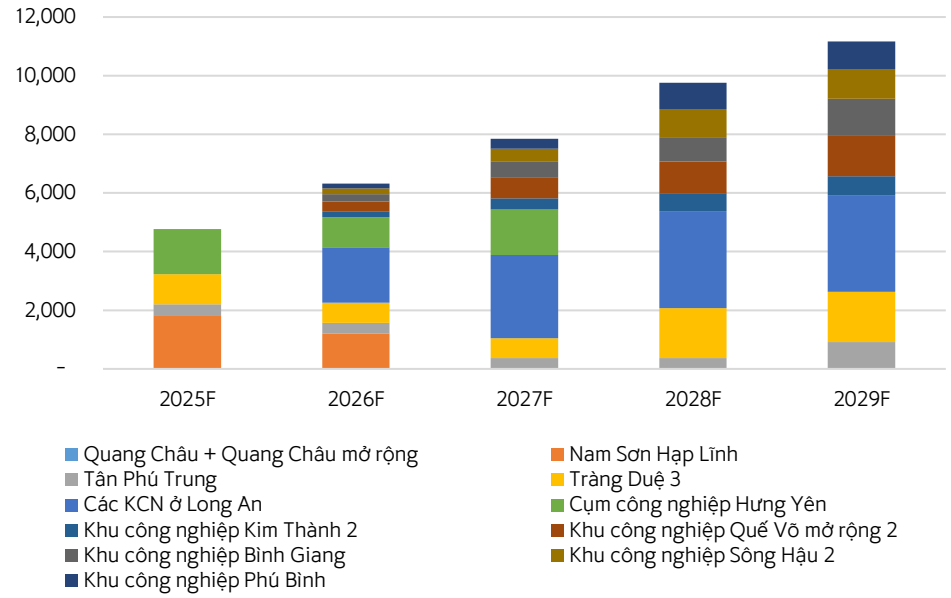


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong đó nguồn doanh thu và lợi nhuận của KBC trong năm 2025 chủ yếu đến từ mảng cho thuê đất khu công nghiệp và chuyển nhượng dự án kinh doanh bất động sản. Mảng bất động sản KCN ước tính doanh thu đạt 4,774 tỷ đồng (+299% YoY) nhờ các dự án quan trọng đã được tháo gỡ pháp lý và hoàn tất công tác đền bù giải phóng mặt bằng. Mảng bất động sản dân dụng dự kiến đạt doanh thu 2,649 tỷ đồng (+191% YoY) nhờ dự án Nhà ở xã hội Nếnh và KĐT Tràng Duệ. Dự án KĐT Tràng Cát sẽ đóng góp vào doanh thu KBC từ năm 2026 qua đó gia tăng đáng kể doanh thu của KBC trong tương lai. Mảng cung cấp dịch vụ đi kèm (doanh thu cung cấp nước sạch, điện, phí dịch vụ và xử lý nước thải) và mảng cho thuê nhà xưởng sẽ duy trì tăng trưởng ổn định quanh mức 10% nhờ xu hướng mở rộng các khu công nghiệp của KBC.

Doanh thu mảng KCN dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ quỹ đất KCN Tràng Duệ 3 và các KCN tại Long An

Dự phóng doanh thu mảng khu công nghiệp của Kinh Bắc 2025F – 2029F (tỷ đồng)



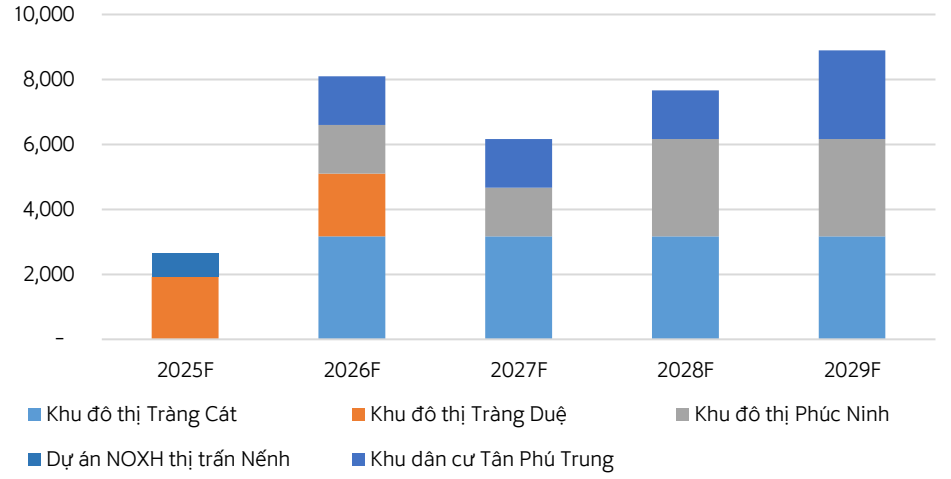
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi ước tính diện tích đất KBC cho thuê được sẽ thấp hơn so với kế hoạch công ty đề ra do các rủi ro tình hình chiến tranh thương mại có thể ảnh hưởng đến nhu cầu cho thuê đất KCN. Chúng tôi dự kiến KBC sẽ cho thuê được khoảng 158 ha trong năm 2025, chủ yếu đến từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (50 ha), KCN Quang Châu mở rộng (3.69 ha), KCN Tân Phú trung (14 ha), CCN Hưng Yên (60 ha) và KCN Tràng Duệ 3 (30 ha).

Bước sang năm 2026, doanh thu mảng bất động sản KCN dự kiến sẽ tiếp tục được mở rộng, với hơn 1,500 ha đất KCN được đưa vào khai thác từ các dự án như KCN Kim Thành 2 (234 ha), KCN Quế Võ 2 mở rộng (140 ha), KCN Bình Giang (148 ha), KCN Sông Hậu 2 (380 ha) và KCN Phú Bình (675 ha). Chúng tôi ước tính KBC có thể cho thuê 197 ha trong năm 2026.

Doanh thu chuyển nhượng bất động sản tăng trưởng đột phá nhờ KĐT Tràng Cát

Dự phóng doanh thu chuyển nhượng bất động sản của Kinh Bắc 2025F – 2029F (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đối với mảng chuyển nhượng bất động sản, chúng tôi kỳ vọng dự án Nhà ở xã hội Nếnh sẽ đóng góp khoảng 1.82 ha và KĐT Tràng Duệ sẽ hoàn tất ghi nhận 15 căn biệt thự còn lại.

Dự án KĐT Tràng Cát đã tiến hành khởi công xây dựng vào tháng 07/2025. Chúng tôi ước tính dự án sẽ được chào bán trong Q3 – Q4/2025 và tiến hành ghi nhận doanh thu trong năm 2026. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng và cho rằng KBC sẽ bắt đầu ghi nhận trong năm 2026 với

diện tích ghi nhận doanh thu ước tính khoảng 10 ha.

Dự án KĐT Phúc Ninh được kỳ vọng sẽ tháo gỡ vấn đề pháp lý và hoàn tất xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2025, qua đó đóng góp doanh thu cho KBC từ năm 2026.

Tiềm năng dài hạn với dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (Trump International Hưng Yên)

Về tiềm năng dài hạn, chúng tôi đánh giá cao dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái và sân golf Khoái Châu (Trump International Hưng Yên). Với thời gian thi công trong giai đoạn Quý II/2025 đến Quý II/2029, chúng tôi dự kiến dự án sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu của KBC từ giai đoạn 2030, với ước tính doanh thu có thể đạt hơn 3,500 tỷ đồng/ năm.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 38,100 đồng

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá sau quá trình phát hành cổ phiếu và quỹ đất với Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt VND 38,100 đồng tương ứng với mức tăng 34%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, KBC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Một trong những doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu với quỹ đất lớn
2) Dòng vốn FDI tăng trưởng ổn định củng cố nhu cầu thuê đất
3) Tiềm năng phát triển mạnh mẽ với quỹ đất lớn và dự án tiềm năng

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) để định giá Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC). Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu KBC ở mức VND 38,100 đồng.

Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

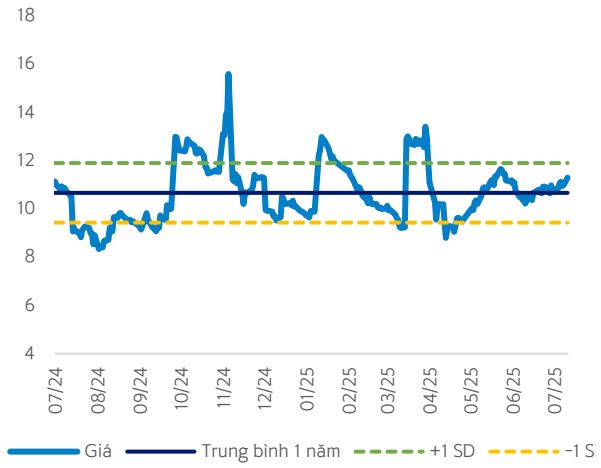
Tên dự án	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp định giá	Chiết khấu (%)	Giá trị (tỷ VND)
- Khu công nghiệp				**17,515**
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100%	RNAV		1,523
Tân Phú Trung	73%	RNAV		1,344
Tràng Duệ 3	89%	RNAV		3,527
Cụm công nghiệp Hưng Yên	89%	RNAV		1,497
Khu công nghiệp Kim Thành 2	94%	RNAV		333
Khu công nghiệp Quế Võ mở rộng 2	100%	RNAV		793
Khu công nghiệp Bình Giang	100%	RNAV		421
Khu công nghiệp Sông Hậu 2	100%	RNAV		327
Khu công nghiệp Phú Bình	100%	RNAV		1,347
Các KCN tại Long An		RNAV		4,242
Phí dịch vụ các KCN		DCF		2,161
- Khu đô thị				**27,862**
Tràng Cát	100%	DCF	10%	17,820
KĐT Tràng Duệ	100%	DCF		419
Dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái, sân golf Khoái Châu	85%	DCF	30%	7,785
Các dự án khác		DCF		1,839
Tổng cộng				**45,377**
+ Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn				8,461
+ Đầu tư dài hạn, tài sản cố định			20%	5,445

+ Giá trị cổ phần phát hành thêm				2,421
- Nợ vay				17,589
- Khoản đặt cọc				6,071
- Lợi ích cổ đông thiểu số				2,153
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)				35,891
Số lượng cổ phiếu				941,754,759
Giá mục tiêu (VND)				**38,100**
Giá hiện tại (VND)				27,500
Upside (%)				**39%**

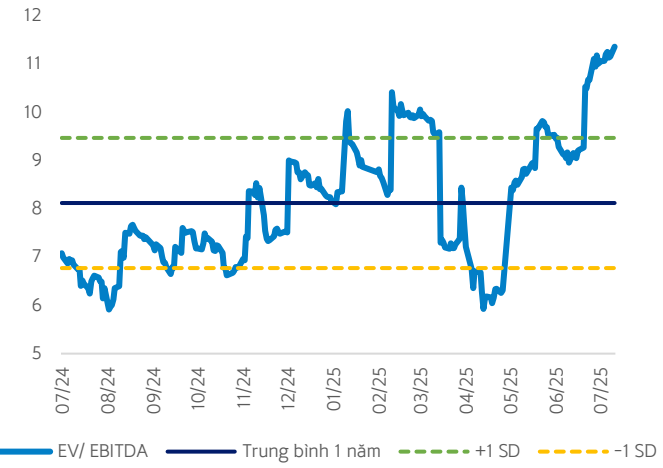
Biến	Giá trị
D/E	0.68
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	15.5%
Chi phí nợ	11.2%
WACC	12.8%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của KBC và VNINDEX.

P/E 1 năm qua

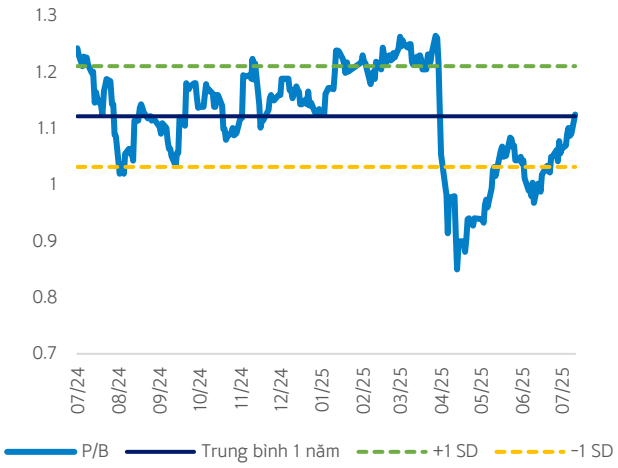


EV/EBITDA 1 năm qua

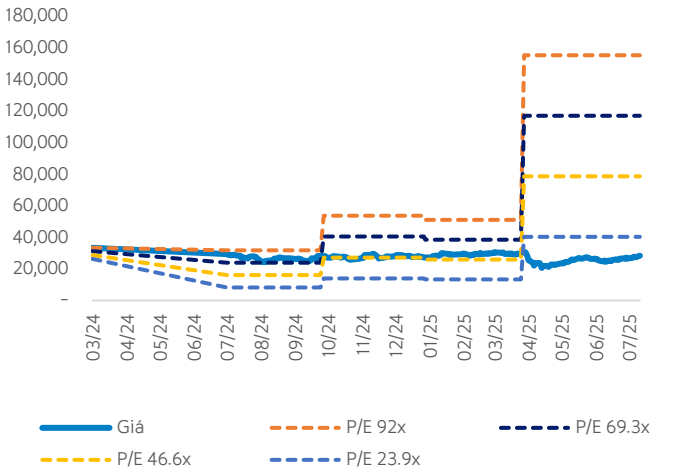


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

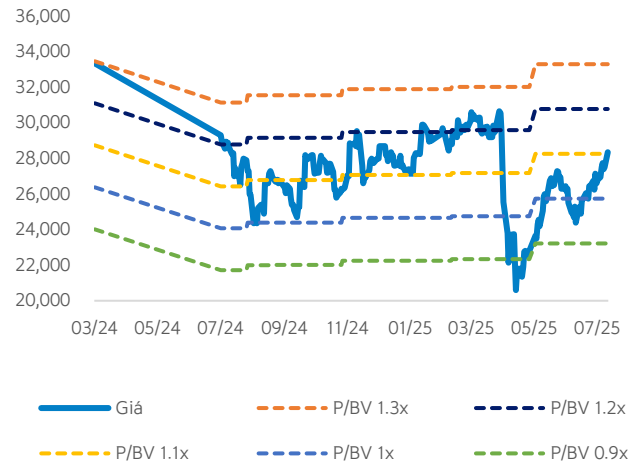


Giá với các mức P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B



ROE và đường trung bình



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của KBC



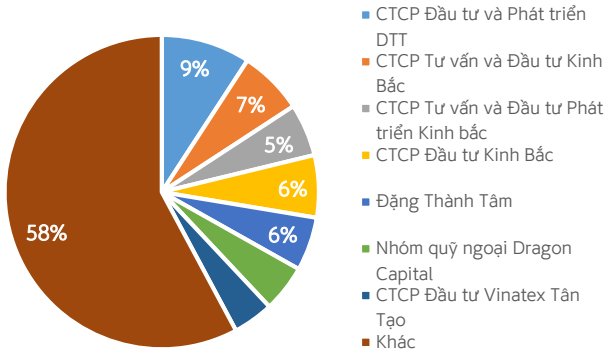
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

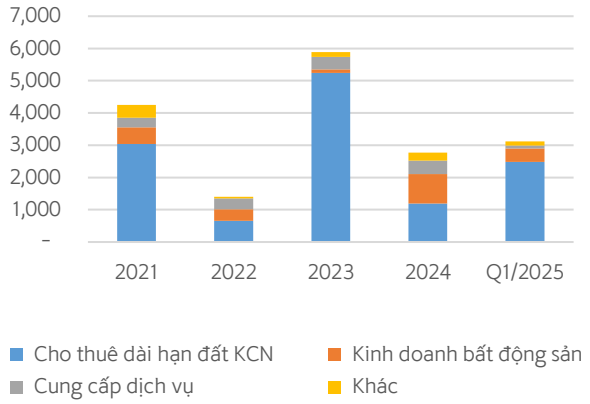
Lịch sử hình thành doanh nghiệp

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG... Tính đến cuối năm 2024, KBC sở hữu quỹ đất lên đến 7,013 ha đất KCN từ Bắc vào Nam.

Cơ cấu cổ đông của KBC



Cơ cấu doanh thu của KBC từ 2018 – Q1/2025 (tỷ đồng)

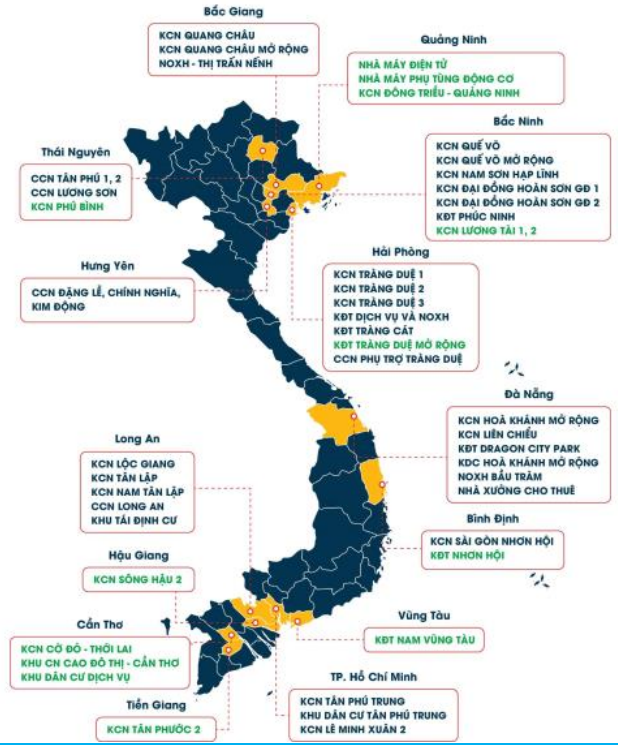


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

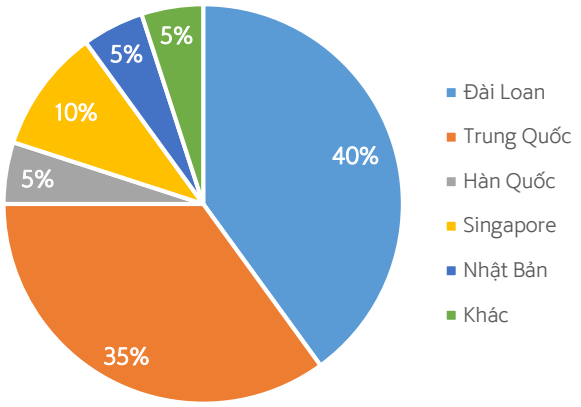
Kinh Bắc được sở hữu phần lớn bởi Chủ tịch HĐQT Đặng Thành Tâm và các công ty liên quan. Trong đó cổ đông lớn chiếm 53% trong cơ cấu cổ đông.

Cơ cấu doanh thu của Kinh Bắc chủ yếu đến từ mảng cho thuê dài hạn đất và cơ sở hạ tầng ở các khu công nghiệp, chiếm từ 50% - 70% trong cơ cấu doanh thu của KBC. Bên cạnh đó mảng kinh doanh bất động sản và mảng cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp chiếm lần lượt khoảng 15% và 10%.

Tổng quan các KCN của KBC năm 2024



Cơ cấu khách hàng theo quốc gia của KBC trong năm 2024 (%)

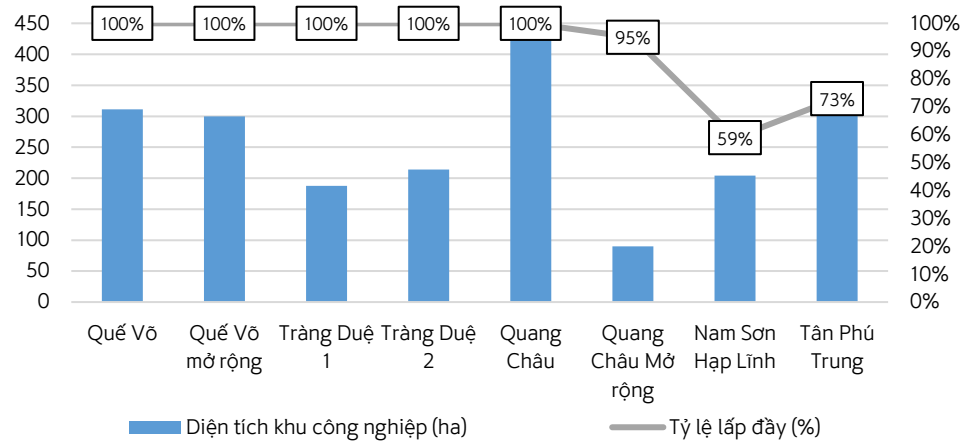


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các dự án của KBC phân bổ tại cả ba miền Bắc – Trung – Nam, tại các thành phố như Bắc Giang, Hải Phòng, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Long An. Song song với việc phát triển các dự án hiện tại, KBC cũng đang lập các dự án mới ở Hưng Yên, Hải Dương, Quảng Ninh, Tây Ninh, Vũng Tàu, Tiền Giang,…

Hơn 90% khách hàng tại các KCN là các doanh nghiệp nước ngoài đến từ Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, v.v. Mỗi một KCN đều có những tập đoàn lớn như Canon, Foxconn, LG, JA Solar, Luxshare – ICT, Goertek, Fuyu, Jufeng, Ingrasys, ... Trong đó khách hàng đến từ Đài Loan, Trung Quốc là nhóm khách hàng chính tại các khu công nghiệp tại KBC.

Diện tích và tỉ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp đã triển khai của KBC 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Các khu công nghiệp tại KBC nằm chủ yếu tại các thành phố lớn với tỷ lệ lấp đầy cao. Trong tổng số 6,611 ha đất KCN nói trên, có 05 KCN với tổng diện tích 1,439 ha đạt tỷ lệ lấp đầy 100%. Thông thường KBC mất khoảng 6 năm để đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	**44,730**	**56,353**	**58,685**	**61,695**	**66,514**
Tài sản ngắn hạn	36,075	47,532	49,699	52,542	57,180
Tiền và tương đương tiền	6,566	9,619	9,091	8,983	10,380
Đầu tư TC ngắn hạn	1,858	1,858	1,858	1,858	1,858
Các khoản phải thu	13,802	15,280	16,937	18,797	20,893
Hàng tồn kho	13,850	20,775	21,813	22,904	24,049
Tài sản dài hạn	8,655	8,820	8,987	9,153	9,333
Tài sản cố định	408	448	459	463	460
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-
Tài sản khác	8,246	8,373	8,528	8,691	8,874
Tổng nợ	**24,085**	**31,539**	**31,964**	**32,750**	**34,742**
Nợ ngắn hạn	7,093	7,112	7,199	7,268	7,362
Khoản phải trả	529	483	506	494	500
Vay và nợ thuê tài chính	371	412	489	563	654
Khác	6,192	6,217	6,204	6,211	6,207
Nợ dài hạn	16,992	24,427	24,765	25,483	27,380
Vay và nợ thuê tài chính	9,741	17,110	17,871	18,614	19,530
Khác	7,251	7,317	6,894	6,869	7,850
Vốn chủ sở hữu	**20,645**	**24,814**	**26,722**	**28,945**	**31,771**
Vốn góp chủ sở hữu	7,676	9,418	9,418	9,418	9,418
Thặng dư vốn	2,744	4,485	4,485	4,485	4,485
Lợi nhuận giữ lại	4,811	5,497	7,405	9,628	12,455
Vốn khác	3,327	3,327	3,327	3,327	3,327
Lợi ích CĐ không kiểm soát	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087
*Tổng nợ vay	10,113	17,522	18,359	19,177	20,184
*Nợ ròng (tiền)	3,547	7,903	9,269	10,194	9,804

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**2,776**	**8,188**	**15,220**	**14,860**	**18,321**
Tăng trưởng (%)	-53%	195%	86%	-2%	23%
Giá vốn hàng bán	**(1,492)**	**(4,783)**	**(7,804)**	**(6,963)**	**(8,692)**
Lợi nhuận gộp	**1,283**	**3,404**	**7,416**	**7,897**	**9,629**
Biên lợi nhuận gộp (%)	46%	42%	49%	53%	53%
Chi phí BH & QLDN	**(558)**	**(1,584)**	**(2,945)**	**(2,875)**	**(3,545)**
LN từ HĐKD	**726**	**1,820**	**4,472**	**5,022**	**6,085**
Tăng trưởng (%)	-75%	151%	146%	12%	21%
Biên LN từ HĐKD (%)	26%	22%	29%	34%	33%
LN khác	**(3)**	**(60)**	**(852)**	**(923)**	**(1,066)**
Thu nhập tài chính	451	301	169	150	154
Chi phí tài chính	(259)	(817)	(1,311)	(1,372)	(1,438)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(269)	(817)	(1,311)	(1,372)	(1,438)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(195)	456	291	299	218
LNTT	**723**	**1,761**	**3,620**	**4,100**	**5,018**
Thuế TNDN	(299)	(479)	(985)	(1,116)	(1,366)
LNST	**423**	**1,281**	**2,635**	**2,984**	**3,653**
Tăng trưởng (%)	-81%	203%	106%	13%	22%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15%	16%	17%	20%	20%
LNST cổ đông công ty mẹ	382	1,157	2,379	2,694	3,298
Lợi ích CĐTS	41	125	256	290	355
LN trước thuế và lãi vay	**991**	**2,578**	**4,931**	**5,471**	**6,457**
Tăng trưởng (%)	-70%	160%	91%	11%	18%
Biên LN (%)	36%	31%	32%	37%	35%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,156**	**2,651**	**5,012**	**5,559**	**6,552**
Tăng trưởng (%)	-66%	129%	89%	11%	18%
Biên LN (%)	42%	32%	33%	37%	36%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HĐKD	**1,152**	**(7,256)**	**(803)**	**(362)**	**953**
Lợi nhuận ròng	723	1,761	3,620	4,100	5,018
Khấu hao TSCĐ	165	73	81	88	95
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(485)	-	-	-	-
Lãi vay	(2,095)	(817)	(1,311)	(1,372)	(1,438)
Thay đổi vốn lưu động	3,321	(7,531)	(1,754)	(1,525)	(676)
Thay đổi khác	(477)	(741)	(1,438)	(1,653)	(2,047)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,874)**	**(113)**	**(92)**	**(92)**	**(92)**
Chi dùng vốn	(530)	(113)	(92)	(92)	(92)
Tiền thu do thanh lý, nhượng	56	-	-	-	-
Thay đổi khác	(1,400)	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**6,447**	**6,939**	**366**	**346**	**537**
Thay đổi vốn cổ phần	1	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	6,446	7,410	837	817	1,008
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	(471)	(471)	(471)	(471)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**5,725**	**(430)**	**(529)**	**(108)**	**1,397**
Tổng tiền đầu năm	841	6,566	9,619	9,091	8,983
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	6,566	6,136	9,091	8,983	10,380

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

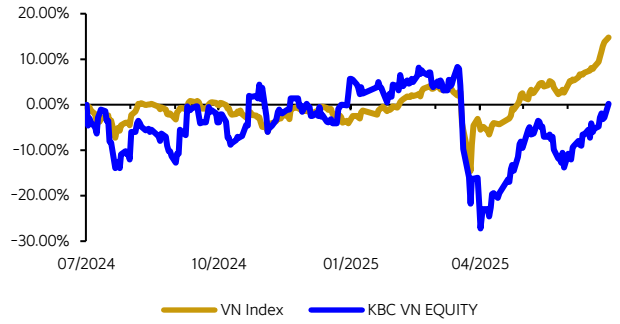
Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	498	1,228	2,526	2,860	3,502
BPS (đồng)	24,198	24,132	26,158	28,519	31,520
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
PER (x)	48.99	22.39	10.89	9.61	7.85
PBR (x)	1.01	1.14	1.05	0.96	0.87
EV/EBITDA (x)	22.21	9.77	5.17	4.66	3.95
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	2%	2%	2%	2%
Lãi cổ tức (%)	0%	2%	2%	2%	2%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	42%	32%	33%	37%	36%
Biên LN từ HĐKD (%)	26%	22%	29%	34%	33%
Biên LNST (%)	15%	16%	17%	20%	20%
ROA (%)	1%	3%	5%	5%	6%
ROE (%)	2%	6%	10%	11%	12%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	49%	71%	69%	66%	64%
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	307%	298%	185%	183%	150%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	93%	135%	126%	124%	141%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.69	3.15	3.76	3.99	4.49
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	1,714	772	511	549	468
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	1,510	623	369	415	371
Số ngày khoản phải thu (ngày)	118	39	23	26	21

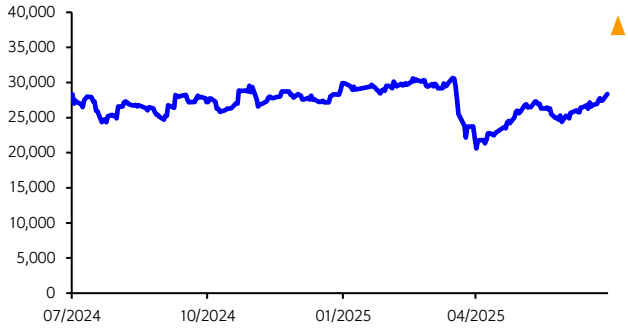
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
29/12/2023 (BC lần đầu)	MUA	42,400	50	16/114
11/03/2024 (BC cập nhật)	MUA	42,400	48	16/103
26/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	34,600	14	-5/43
24/03/2025 (BC cập nhật)	MUA	38,000	25	5/57
17/07/2025 (BC cập nhật)	MUA	38,100	48	22/90

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: KBC VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000