

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC)

Mở khóa tiềm năng cho các dự án quy mô lớn

Sử dụng kết hợp phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu KBC là **40.300** đồng, tương đương với P/B dự phóng năm 2025/2026 lần lượt là 1,5/1,3 lần. Qua đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **36%**.

Cho thuê đất KCN – quay lại kỷ nguyên tăng trưởng

Chúng tôi cho rằng lợi thế của KBC trong lĩnh vực phát triển KCN sẽ tiếp tục duy trì, đến từ: 1/ Các dự án tập trung tại các thị trường cấp I (Miền Bắc với Hải Phòng, Bắc Ninh; Miền Nam với Tp.HCM, Long An) với nhu cầu thuê đất cao và hạ tầng phát triển; 2/ Các khách hàng của KBC là các doanh nghiệp FDI quy mô lớn (LG, Foxconn,...), tạo nên uy tín của KBC đối với các doanh nghiệp có nhu cầu thuê đất tại Việt Nam. Thị trường miền Bắc tiếp tục là dẫn dắt tăng trưởng (với các KCN có tỷ lệ lấp đầy thấp như NSHL, TD03, CCN Hưng Yên); trong khi thị trường miền Nam sẽ bắt đầu ghi nhận đóng góp đáng kể từ 2026 trở về sau với việc đẩy mạnh bán hàng tại các KCN tại Long An, sau khi tập trung giải phóng mặt bằng (GPMB) trong 2025.

BDS dân dụng – khai phá tiềm năng khu đô thị Tràng Cát

Dự kiến khu đô thị Tràng Cát (585ha, Hải Phòng) sẽ hoàn thành chủ trương đầu tư và đóng tiền sử dụng đất trong 2025 và sẽ mang lại doanh thu đáng kể cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 trở về sau. Cho năm 2026, chúng tôi ước tính dự án sẽ đóng góp 5,3 nghìn tỷ đồng doanh thu (tương ứng đóng góp 40% tổng doanh thu) cho KBC.

Nhu cầu vốn lớn cho giai đoạn phát triển

Trong giai đoạn 2025-2026, công ty sẽ tiếp tục tập trung vào đầu tư dự án KĐT Tràng Cát (hoàn thành tiền sử dụng đất, bắt đầu xây dựng); ngoài ra số dư tại các KCN (đặc biệt các KCN phía nam) sẽ tăng lên, khi doanh nghiệp hoàn thành việc kiểm đếm, nghĩa vụ tài chính về đất đai và bắt đầu hoạt động xây dựng hạ tầng. Theo ước tính, KBC sẽ cần ~15 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2026 để đầu tư cho các dự án BDS của họ. Ngoài sử dụng đòn bẩy tài chính, việc phát hành riêng lẻ cổ phần trong 2025 cũng sẽ là nguồn tài chính phù hợp cho doanh nghiệp.

Rủi ro

Cạnh tranh giữa các KCN được cấp chủ trương đầu tư trong giai đoạn 2024-2025 khiến tỷ lệ lấp đầy chậm hơn kỳ vọng.

Tiến độ thực hiện dự án Tràng Cát chậm hơn dự phóng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	4.246	950	5.618	2.776	8.011	13.137
Tăng trưởng (%)	3092%	-78%	491%	-51%	189%	64%
EBIT	1.849	-245	2.883	657	3.893	5.070
LNST-CTM	1.385	1.507	2.031	426	2.786	3.247
Tăng trưởng (%)	280%	9%	35%	-79%	554%	17%
Biên ròng (%)	33%	159%	36%	15%	35%	25%
ROA (%)	5%	5%	6%	1%	6%	6%
ROE (%)	12%	10%	12%	2%	12%	11%
EPS cơ bản (VND)	2.430	1.964	2.646	555	2.738	3.191
GTSS (VND)	24.929	20.933	23.679	24.234	26.915	30.105
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0	0	0
P/E (x)	23,6	18,8	12,3	12	52,2	10,6
P/BV (x)	0,9	1,8	1,2	1,3	1,2	1,1

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 20/03/2025.

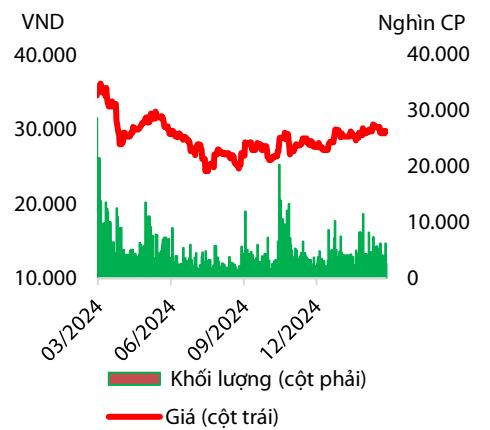
MUA

+36%

Giá thị trường (VND)	29.650
Giá mục tiêu (VND)	40.300

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	22.759
SLCPDLH (triệu cp)	768
Beta	1,1
Free Float (%)	48
Giá cao nhất 52 tuần	35.000
Giá thấp nhất 52 tuần	26.500
KLGD bình quân 20 phiên	5.076.580



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
KBC	7,4	-9,9	35,4
VN30 Index	5,3	5,1	29,4
VN-Index	4,6	9,5	34,6

Cổ đông lớn (%)

Đặng Thành Tâm	32
(cùng bên liên quan)	
Khác	68
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	30

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

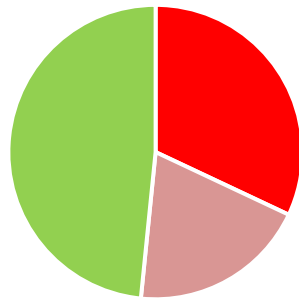
lam.dt@vdsc.com.vn

CÁC THÔNG TIN TỔNG QUAN CỦA DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc - CTCP (KBC) được thành lập vào năm 2002 và được niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2007. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sau:

- Cho thuê đất KCN: KBC và các công ty con là chủ đầu tư của các KCN quy mô lớn tại cả miền Bắc và Nam, với tổng quỹ đất cho thuê KCN tiềm năng ~2.000 ha.
- Cho thuê Nhà xưởng/Nhà kho xây sẵn.
- Phát triển dự án BĐS dân dụng: chủ yếu là các khu đô thị (KĐT) nằm gần các KCN mà Công ty là chủ đầu tư.
- Cung cấp dịch vụ cho KCN và các dịch vụ khác: chủ yếu cho các khách hàng thuê đất tại các KCN của Công ty.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của KBC



- Đặng Thành Tâm và bên liên quan
- Nhà đầu tư nước ngoài
- Nhà đầu tư khác

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của KBC không cô đặc, tuy nhiên cổ phần chi phối vẫn thuộc về nhóm cổ đông lớn.

Cổ đông lớn nhất là Chủ tịch HĐQT – Đặng Thành Tâm – và các bên liên quan sở hữu 32% tổng số cổ phần. Nhà đầu tư nước ngoài (hầu hết là Các quỹ đầu tư) nắm giữ khoảng 19% cổ phần; còn lại nhà đầu tư khác nắm giữ khoảng 49% tổng số cổ phần. Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức trung bình là 49%.

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, KBC sở hữu 17 công ty con, phần lớn hoạt động liên quan tới các lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính. Trong đó, các công ty con sẽ là chủ đầu tư chính của các dự án KCN và dự án BĐS dân dụng của công ty; công ty mẹ hiện là chủ đầu tư của KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (Bắc Ninh) và khu đô thị Phúc Ninh (Bắc Ninh).

Bảng 1: Thống kê các công ty con, liên kết nổi bật của KBC

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu/ lợi ích (%)	Dự án nổi bật (*)
Công ty con		
CTCP KCN Sài Gòn – Bắc Giang	89,0	KCN Quang Châu mở rộng (Hải Phòng), Cụm Công nghiệp (CCN) Phước Vĩnh Đông 2 (Long An)
CTCP KCN Sài Gòn – Hải Phòng	89,3	KCN Tràng Duệ 03 (TD03, Hải Phòng) Khu đô thị và NOXH Tràng Duệ
CTCP Phát triển Đô thị SG – Tây Bắc	72,8	KCN Tân Phú Trung (Tp.HCM), KCN Lộc Giang (Long An)
TNHH MTV Phát triển Đô thị Tràng Cát	100	KĐT Tràng Cát (Hải Phòng)
CTCP Tập đoàn và Đầu tư Phát triển Hưng Yên	93,9	03 CCN tại Hưng Yên
TNHH MTV khu công nghiệp Tân Phú Trung- Long An	72,8	CCN Phước Vĩnh Đông 04 (Long An)
TNHH Phát triển cơ sở hạ tầng công nghiệp Tân Tập	89,2	CCN Tân Tập (Long An)
CTCP Đầu tư Phát triển Long An	57,4	KCN Tân Tập (Long An)
Công ty liên kết		

CTCP Công nghệ Viễn thông Sài Gòn (HSX: SGT)	21,5	KCN Đại Đồng Hoàn Sơn (Bắc Ninh, giai đoạn 02)
TNHH Saigontel Long An	22,3	KCN Nam Tân Tập (Long An)
CTCP Đầu tư Sài Gòn - Đà Nẵng	48	KCN Liên Chiểu (Đà Nẵng)

Nguồn: KBC, CTCK Rông Việt; (*) In nghiêng là các KCN có tỷ lệ lấp đầy dưới 60%, quy mô trên 200ha. Các KCN còn lại có quy mô nhỏ hoặc đã được lấp đầy, do vậy có ảnh hưởng không đáng kể lên kết quả kinh doanh trong các năm tiếp theo của doanh nghiệp.

Phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

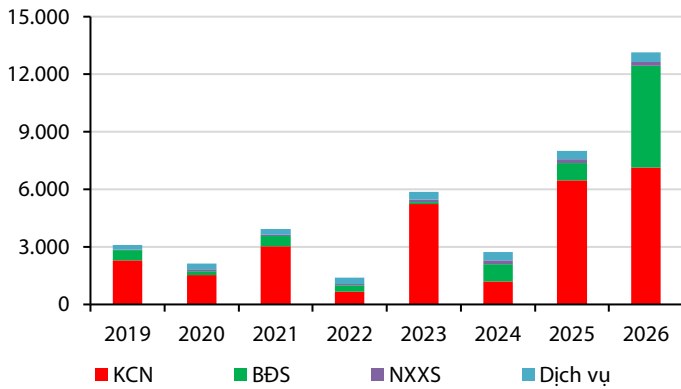
Theo các mảng hoạt động

- **Cho thuê đất KCN:** Trước năm 2020, Công ty tập trung khai thác các KCN tại thị trường miền Bắc, với các KCN quy mô lớn gồm KCN Quế Võ (Bắc Ninh, 611ha), KCN Tràng Duệ 01 và 02 (Hải Phòng, 402ha) và KCN Quang Châu (Bắc Giang, 516ha). Thời gian trung bình để lấp đầy các KCN là từ 10 – 12 năm. Sang giai đoạn 2020-2024, KBC tiến hành đầu tư, xây dựng hạ tầng và cho thuê với các KCN mới, gồm KCN Tân Phú Trung (TPT, Tp.HCM, 543ha) và Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL, Bắc Ninh, 300ha). Do phương pháp hạch toán doanh thu 01 lần (ghi nhận toàn bộ giá trị hợp đồng thuê đất trong năm) và khách hàng chính là các doanh nghiệp FDI (thuê đất với diện tích lớn, trên 5ha) nên doanh thu từ cho thuê đất KCN thường biến động lớn hàng năm, phụ thuộc vào khả năng bàn giao đất cho khách hàng trong từng giai đoạn.
- **Kinh doanh BĐS dân dụng:** Ngoài cho thuê đất KCN, doanh nghiệp cũng tham gia phát triển dự án BĐS dân dụng, chủ yếu là các khu đô thị/Nhà ở xã hội nằm gần các KCN mà Công ty đang phát triển nhằm tận dụng xu hướng đô thị hóa và nhu cầu cư trú tại các khu vực này. Khu đô thị (KĐT) quy mô lớn đang đầu tư của KBC có KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh, 115ha). Ngoài ra, khu dân cư Tràng Cát (Hải Phòng, 582ha) dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng một phần dự án trong giai đoạn 2025-2026.
- **Các hoạt động kinh doanh khác:** Công ty còn ghi nhận doanh thu từ cung cấp dịch vụ cho KCN (cung cấp nước sạch, điện, xử lý nước thải,...), chiếm 15% tổng doanh thu trong 2024 với tốc độ tăng trưởng CAGR 2019-2024 đạt 13%. KBC còn ghi nhận doanh thu từ cho thuê/bán Nhà xưởng xây sẵn (NXXS), nhằm tăng hiệu quả hoạt động của các KCN (đặc biệt là những KCN có tỷ lệ lấp đầy trên 90%).

Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của KBC lần lượt đạt 7 nghìn tỷ đồng (+156% YoY) và 13 nghìn tỷ đồng (+64%YoY). Động lực tăng trưởng đến từ cho thuê đất KCN (đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu) với ước tính diện tích cho thuê mới các năm lần lượt đạt 174ha (+770%YoY) và 176ha (+0% YoY), đến từ các KCN đã có chủ trương đầu tư tại miền Bắc (Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 03, CCN Hưng Yên) và miền Nam (Tân Tập, Lộc Giang).

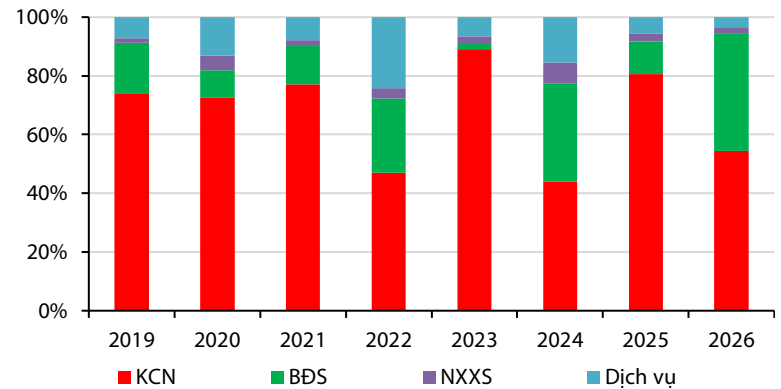
Ngoài ra, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ hoàn thành đóng tiền sử dụng đất khu đô thị Tràng Cát trong năm 2025. Đây là tiền đề Công ty bán sỉ một phần diện tích (10ha diện tích thương phẩm) cho đối tác và ghi nhận doanh thu BĐS trong 2026.

Hình 2: Doanh thu thuần của KBC theo lĩnh vực hoạt động (Tỷ đồng)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Đóng góp doanh thu của KBC theo lĩnh vực (%)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

1. Cho thuê đất KCN

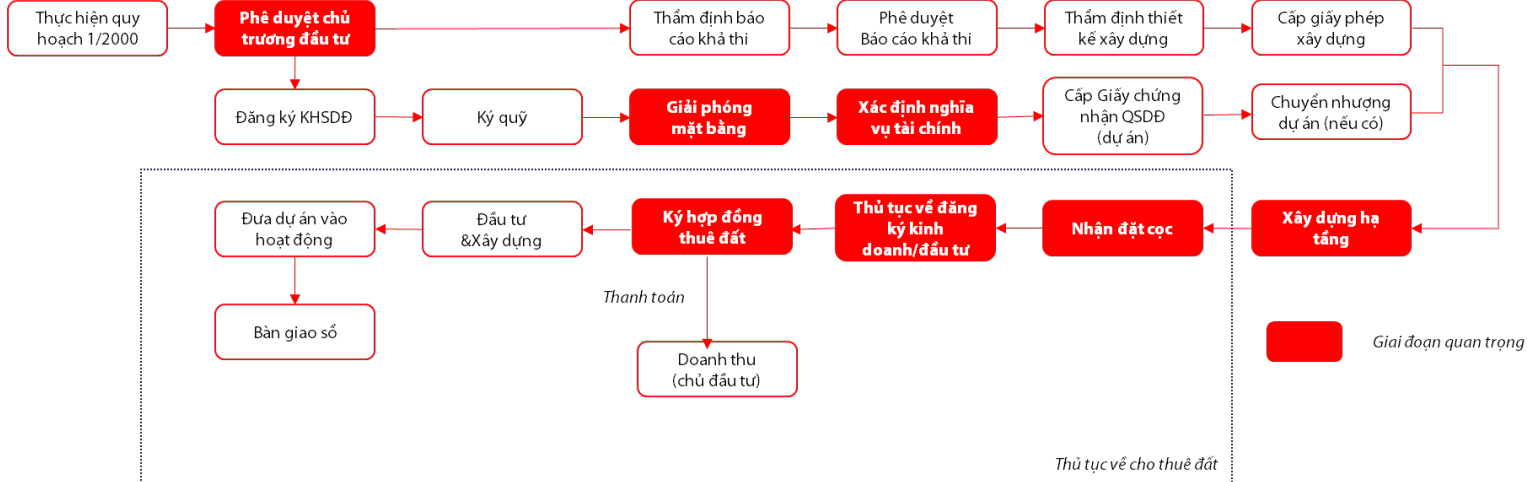
Chúng tôi cho rằng lợi thế của KBC trong lĩnh vực phát triển KCN sẽ tiếp tục duy trì, đến từ: 1/ Các dự án tập trung tại các thị trường cấp I (Miền Bắc với Hải Phòng, Bắc Ninh; Miền Nam với Tp.HCM, Long An) với nhu cầu thuê đất cao và hạ tầng phát triển; 2/ Các khách hàng của KBC là các doanh nghiệp FDI quy mô lớn (LG, Foxconn,...), tạo nên uy tín của KBC đối với các doanh nghiệp có nhu cầu thuê đất tại Việt Nam. Trong năm 2025, thị trường miền Bắc tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng (với các KCN có tỷ lệ lấp đầy thấp như NSHL, TD03, CCN Hưng Yên). Trong khi đó, thị trường miền Nam sẽ bắt đầu ghi nhận đóng góp đáng kể từ 2026 nhờ việc đẩy mạnh bán hàng tại các KCN tại Long An (sau khi tập trung giải phóng mặt bằng (GPMB) trong 2025). Về giá bán, do các KCN của KBC tại các thị trường cấp I, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ duy trì mức tăng 2%/năm (tương đương giai đoạn từ 2022 – hiện tại). Doanh thu ghi nhận theo phương pháp ghi nhận 01 lần – toàn bộ giá trị hợp đồng thuê sẽ được ghi nhận trong năm.

Bảng 2: Thống kê các KCN đang kinh doanh của KBC

KCN	Tỉnh	Diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (% , cuối năm 2024)	Giá thuê ước tính cho 2025 (USD/m2/chu kỳ thuê)	Khách hàng lớn
Đã triển khai					
Quế Võ	Bắc Ninh	611	100		Canon, Foxconn, Mitac
Tràng Duệ 01 và 02	Hải Phòng	401	100		LG, Haesung
Quang Châu	Bắc Giang	516	96	135	Foxconn, Luxshare
Tân Phú Trung	Tp.HCM	543	80	225	C.P. Việt Nam, Shopee
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	300	50	148	Goertek
Đang triển khai					
Tràng Duệ 03	Hải Phòng	621	N/A	175	
Tân Tập	Long An	654	N/A	150	
Lộc Giang	Long An	466	N/A	150	
CCN Hưng Yên	Hưng Yên	225	N/A	135	

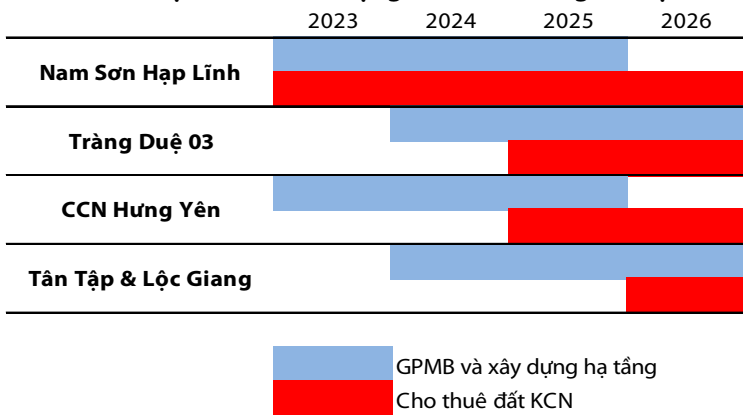
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một Khu công nghiệp



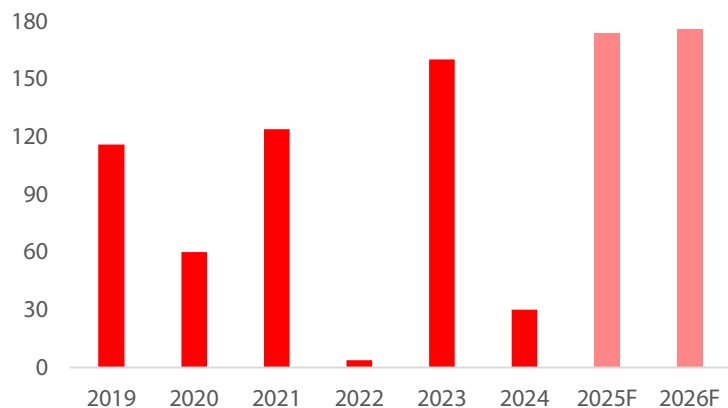
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tiến độ của các KCN trọng điểm của KBC giai đoạn 2023-2026



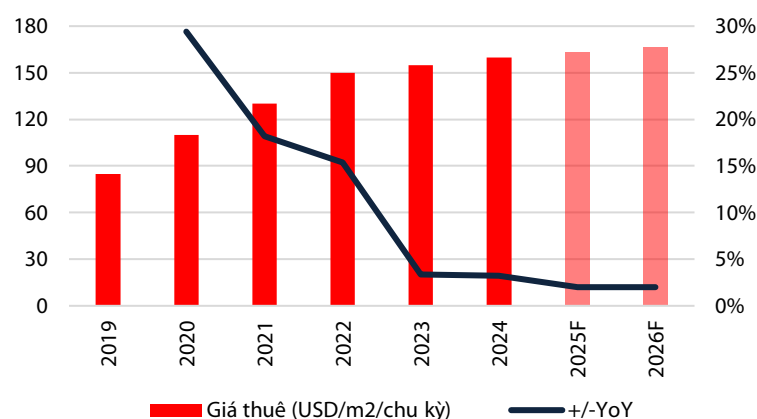
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Diện tích KCN cho thuê (ha) giai đoạn 2019-2026



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Giá thuê trung bình tại các KCN của KBC (USD/m2/chu kỳ)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

1.1.Khu vực miền Bắc

Từ khi thành lập đến giai đoạn 2020, doanh nghiệp tập trung khai thác các KCN quy mô lớn tại miền Bắc (Bảng 2, quy mô trên 300ha) tại Bắc Ninh, Hải Phòng. Chúng tôi cho rằng KBC có thể tiếp tục mở rộng danh mục dự án KCN tại miền Bắc nhờ (1) Hạ tầng phát triển (hệ thống cao tốc nối với cụm cảng nước sâu tại Hải Phòng); (2) Giá thuê tương đối cạnh tranh (giá thuê tại các KCN miền Bắc trung bình khoảng

USD 137/m²/chu kỳ thuê, thấp hơn giá thuê ở thị trường miền Nam – USD 174/m²/chu kỳ thuê) và (3) Khả năng thu hút được các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực sản xuất công nghệ cao (nhu cầu thuê đất lớn để xây dựng nhà máy cho doanh nghiệp và các nhà cung cấp của họ như LG, Foxconn,...).

Chúng tôi ước tính diện tích cho thuê trong 2025 và 2026 lần lượt đạt 174 ha (+521%YoY) và 95ha (-45%YoY), đóng góp từ:

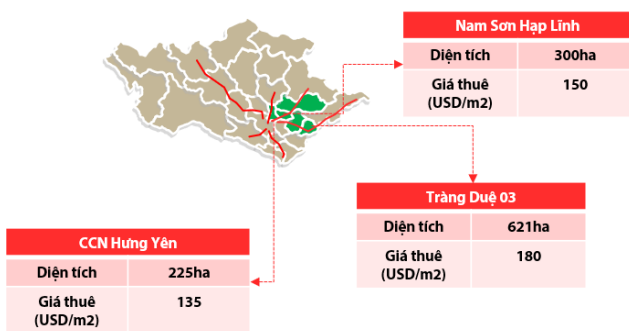
- **KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (300ha):** KCN nằm tại Bắc Ninh (thị trường cấp I) và được cấp chủ trương đầu tư từ tháng 1/2019. KBC bắt đầu giai đoạn GPMB và đầu tư xây dựng từ 2020, với tiến độ GPMB đạt ~70% (tính tới cuối 2024). Tỷ lệ lấp đầy hiện tại là 50%, khách hàng lớn có thể kể đến là Goertek (nhà sản xuất linh kiện điện thoại).

Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hoàn thành GPMB với 100ha còn lại (vướng mắc nằm ở phần đất trang trại chuyển đổi và đất quốc phòng, diện tích ~26ha), qua đó đủ diện tích liền thửa để bàn giao cho khách hàng trong giai đoạn 2025-2026. Cho năm 2025, kỳ vọng diện tích cho thuê đạt 90ha (từ Goertek và một đối tác của Apple).

- **Tràng Duệ 03 (621ha, với 02 giai đoạn):** nằm tại Hải Phòng, gần KCN Tràng Duệ 01 và 02, được cấp chủ trương đầu tư từ tháng 01/2025. KCN Tràng Duệ 03 sở hữu nhiều lợi thế như (1) Nằm tại trung tâm công nghiệp miền Bắc, TP. Hải Phòng, có hạ tầng đường bộ phát triển và cụm cảng nước sâu Lạch Huyện, và (2) Có thể thu hút từ các doanh nghiệp FDI có nhu cầu mở rộng sản xuất tại KCN TD01 và 02 (LG,...). Do vậy, chúng tôi cho rằng Tràng Duệ 03 sẽ là KCN đóng góp chính trong diện tích cho thuê của KBC trong giai đoạn 2026 - 2035 (tiến hành GPMB từ 2025 để đảm bảo có đất bàn giao cho khách hàng), với diện tích cho thuê bình quân dự phóng là 45ha/năm.

- **CCN Hưng Yên (225ha, bao gồm 03 CCN Kim Động, Đặng Lễ và Chính Nghĩa):** 03 CCN được cấp chủ trương đầu tư trong giai đoạn 2022-2023, sau đó tập trung GPMB trong giai đoạn 2024-2025, làm cơ sở cho kỳ vọng cho thuê được trong năm 2025 (90ha, trong đó 45ha đã ký biên bản ghi nhớ về cho thuê trong 2024). Nếu hoàn thành cho thuê 90 ha trong năm 2025, diện tích thương phẩm còn lại, ước tính khoảng 68ha, có thể lấp đầy KCN trong năm 2026 - 2030.

Hình 8: Các thị trường KCN cấp I tại miền Bắc (màu xanh), và các KCN đang khai thác của KBC



Nguồn: CTCK Rồng Việt. Thị trường cấp I tại miền Bắc (theo phân loại của CBRE) gồm: Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh

Hình 9: Cụm nhà máy của LG tại KCN Tràng Duệ 01 và 02



Nguồn: CTCK Rồng Việt

1.2. Khu vực miền Nam

Trước năm 2023, tại thị trường miền Nam, KBC chủ yếu tập trung khai thác KCN Tân Phú Trung (HCM, 543ha) với khách hàng là doanh nghiệp sản xuất công nghiệp nhẹ (nhựa, bao bì, thực phẩm,...) và phát triển NX/NKXS (tự phát triển hoặc cho đối tác thuê đất). Nhận thấy nhu cầu thuê đất cao tại thị trường miền Nam (tại các tỉnh Đông Nam Bộ - thị trường cấp I), KBC đã chủ động mở rộng danh mục dự án với các KCN tiềm năng tại Long An (thông qua các công ty con), qua đó kỳ vọng nâng tổng diện tích quỹ đất có thể cho thuê trong dài hạn (tại miền Nam) lên 1.300ha. Hiện nay các KCN vẫn đang trong giai đoạn kiểm đếm, thu hồi đất và GPMB. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn này có thể hoàn thành trong 2026-2027,

qua đó doanh nghiệp có thể ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất với khách hàng. Riêng cho năm 2026, chúng tôi ước tính diện tích cho thuê có thể đạt 81ha (chiếm 50% tổng diện tích cho thuê trong năm).

Bảng 3: Thống kê các KCN đang phát triển của KBC tại Long An

KCN	Tỷ lệ sở hữu của KBC (%)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích cho thuê trong 2026 (ha)	Giá thuê dự kiến (USD/m ² /chu kỳ)
Tân Tập	57	458	23	153
Lộc Giang	73	326	33	153
02 CCN (Tân Tập, Phước Vĩnh Đông 2)	89	84	25	150

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

1.3. Dự án KCN nằm tại các công ty liên kết

Ngoài các dự án KCN tại công ty con, danh mục công ty liên kết cũng có những dự án KCN đáng chú ý, có thể triển khai trong giai đoạn 2026 trở về sau. Tuy nhiên, quy mô các dự án tương đối nhỏ so với dự án tại các công ty con, vì vậy lợi nhuận sau thuế của KBC vẫn sẽ tập trung đến từ doanh thu hợp nhất (từ các KCN đã đề cập bên trên).

Bảng 4: Thống kê các KCN đang kinh doanh tại các công ty liên kết

KCN	Tỉnh	Chủ đầu tư	Diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu của KBC (%)
Đại Đông Hoàn Sơn (giai đoạn 2)	Bắc Ninh	SGT	95,8	21,5
Nam Tân Tập	Long An	SGT	244,7	22,3
Liên Chiểu	Đà Nẵng	Đầu tư Sài Gòn - Đà Nẵng	289	48
CCN Thái Nguyên	Thái Nguyên	SGT	131	21,5

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

2. BĐS dân dụng

Trước năm 2024, doanh thu từ BĐS không chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của KBC với đóng góp chủ yếu đến từ các dự án khu đô thị/NOXH tại các khu vực kế cận các KCN của Công ty. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược phù hợp của doanh nghiệp, nắm bắt nhu cầu cư trú của người lao động và các chuyên gia tăng lên khi các nhà máy tại các KCN đưa vào hoạt động.

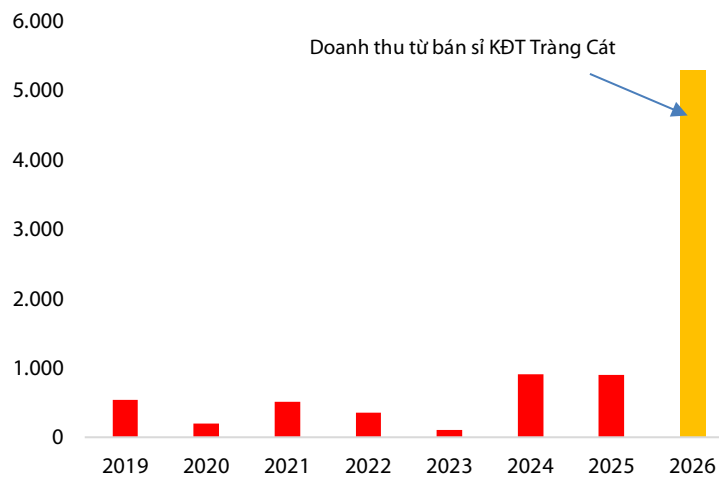
Từ năm 2026, chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS dân dụng sẽ đóng góp cao hơn vào KQKD của KBC. Các dự án BĐS nổi bật của họ có thể kể đến:

- KĐT Tràng Cát (585ha):** Khu đô thị phường Tràng Cát, thành phố Hải Phòng, nằm trong Khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải, có tổng diện tích khoảng 584,91 ha, quy mô dân số dự kiến 90.110 người. Quy hoạch dự án là khu đô thị cao cấp lấn biển – một trong những khu đô thị lấn biển đầu tiên tại Hải Phòng – với sản phẩm chính là biệt thự/nhà liền kề với tổng mức đầu tư là 69 nghìn tỷ đồng (tương đối cao, do chi phí để đầu tư hạ tầng và san lấp mặt bằng). Do dự án có quy mô lớn, chúng tôi cho rằng KBC sẽ tiến hành bán sỉ từng phần để có dòng tiền phát triển hạ tầng ban đầu của dự án. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hoàn thành chủ trương đầu tư và đóng tiền sử dụng đất cho dự án trong năm 2025 và bàn giao sỉ 10 ha, tương ứng doanh thu ước tính đạt 4,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2026. Sau năm 2026, sau khi có đủ dòng tiền (từ các KCN đang triển khai), KBC có thể chủ động triển khai các giai đoạn sau của dự án.
- Khu đô thị Phúc Ninh (114,6ha):** Dự án có vị trí thuận lợi được giới hạn bởi quốc lộ 1A-AH1 thuộc trục đường cao tốc Hà Nội -Bắc Giang, cách KCN Quế Võ (KCN mà KBC đã phát triển) 20 km. Dự án chủ yếu phát triển sản phẩm thấp tầng (biệt thự, liền kề) với diện tích thương phẩm 44,5ha. Tới cuối năm 2024, dự án đã hoàn thành mở bán giai đoạn 02 (tổng diện tích thương phẩm đã bán cho 02

giai đoạn là 12ha). Tuy nhiên, do vướng mắc trong việc tính tiền sử dụng, Công ty còn ~10ha đất thương phẩm chưa bàn giao và ghi nhận doanh thu. Chúng tôi cho rằng những vấn đề liên quan đến tính tiền sử dụng đất sẽ dần được tháo gỡ trong 2026 (Nghị định 71/2024 quy định chi tiết về phương pháp định giá đất, cùng với hướng dẫn của UBND các tỉnh về phương pháp xác định giá đất) có thể giúp KBC bàn giao và ghi nhận doanh thu với phần diện tích thương phẩm còn lại trong giai đoạn sau 2026.

- **Khu nhà ở xã hội thị trấn Nếnh (12,6ha):** dự án nằm gần KCN Quang Châu (KBC), có 7.000 căn phục vụ chủ yếu cho công nhân tại các KCN lân cận. Hiện nay giai đoạn 1 (5 tòa chung cư với ~3.000 sản phẩm, giá bán trung bình ở 600 triệu đồng/căn) đang tập trung bàn giao trong giai đoạn 2024-2025. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2 (~2.000 sản phẩm) cũng sẽ được hoàn thiện và bàn giao trong giai đoạn 2025-2026. Do biên lợi nhuận gộp tương đối thấp (~11%) nên dự án này sẽ không đóng góp đáng kể trong cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 10: Doanh thu từ BĐS dân dụng của KBC giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Quy hoạch khu đô thị Trảng Cát



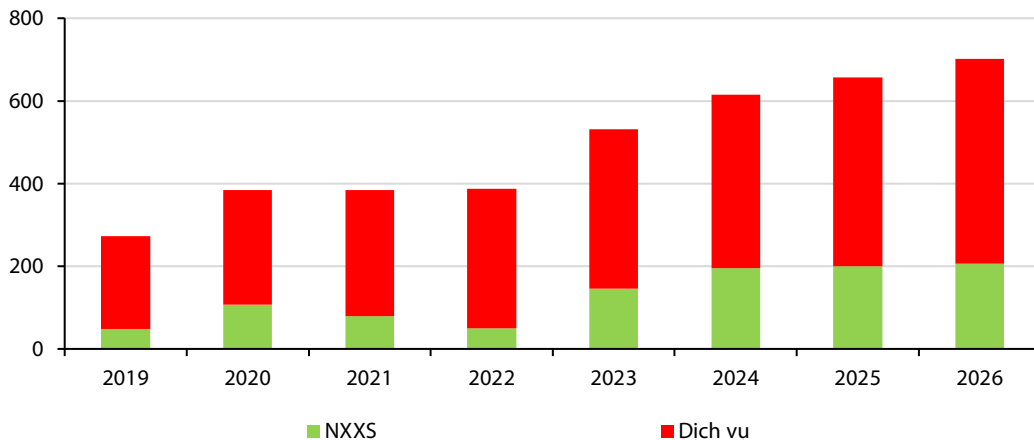
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

3. Các dịch vụ khác

Dịch vụ khác cho khách hàng: Không chỉ cho thuê đất tại các KCN, công ty còn cung cấp thêm dịch vụ cho khách hàng như quản lý hạ tầng, cung cấp nước sạch và xử lý nước thải... Đây là các hoạt động kinh doanh đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp. Ngoài ra, khi tỷ lệ lấp đầy của các KCN tăng lên thì doanh thu từ cung cấp dịch vụ cũng sẽ duy trì xu hướng tăng lên tương ứng. Hiện nay, tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR 2019-2024 đạt 13%, và chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ lĩnh vực này sẽ có mức tăng trưởng trung bình 9%/năm cho giai đoạn 2025-2026.

Bán/cho thuê NXXS: Đối với các KCN có tỷ lệ lấp đầy cao (trên 90%, như Quang Châu, Tân Phú Trung) thì KBC sẽ đẩy mạnh triển khai mô hình bán/cho thuê NXXS, với diện tích tiêu chuẩn từ 2.000m² đến 8.000m², thiết kế để đáp ứng nhu cầu thuê ngắn hạn hoặc trung hạn của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, đặc biệt trong các ngành công nghiệp nhẹ, điện tử, và logistics. Chúng tôi cho rằng với những lợi thế về chi phí (trả tiền thuê hàng năm chứ không phải trả tiền 01 lần cho chu kỳ 30-50 năm) và cơ sở hạ tầng (được đầu tư sẵn, doanh nghiệp có thể lập tức đưa dây chuyền vào sản xuất), mô hình này phù hợp cho các doanh nghiệp sản xuất vừa và nhỏ, hay các doanh nghiệp Thương mại điện tử - muốn thành lập nhà kho trung chuyển tại các thành phố lớn (HN, tp.HCM). KBC qua đó dự kiến sẽ thu về doanh thu ổn định ở mức 200 tỷ đồng/năm từ mảng NXXS trong năm 2025-2026.

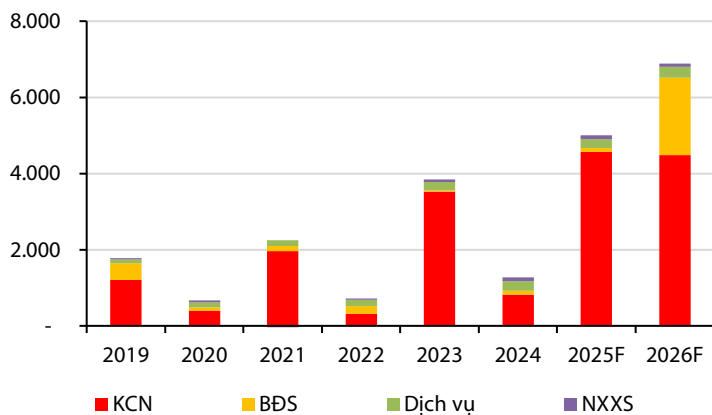
Hình 12: Doanh thu từ cung cấp dịch vụ và kinh doanh NXXS của KBC giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

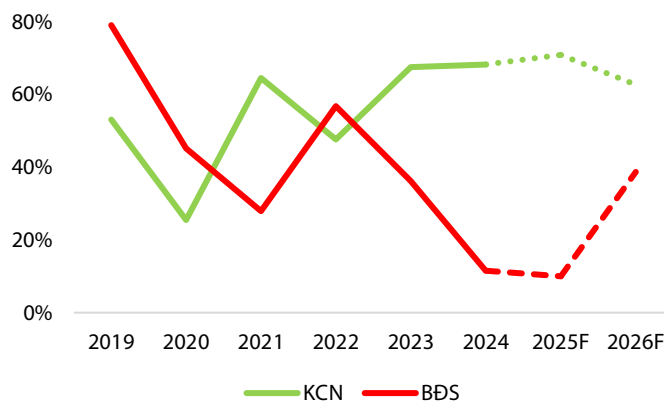
Biên lợi nhuận gộp (GPM): Biên lợi nhuận gộp của KBC có sự đồng pha với biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất KCN - mảng kinh doanh đóng góp gần 90% tổng lợi nhuận gộp của KBC (giai đoạn 2023-2024). Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê đất KCN giai đoạn 2025-2026 lần lượt đạt 71% và 63% (giảm so với 2025, khi các KCN mới tại miền Nam – với chi phí đầu tư tương đối cao – đưa vào hoạt động).

Hình 13: Lợi nhuận gộp của KBC (Tỷ đồng)



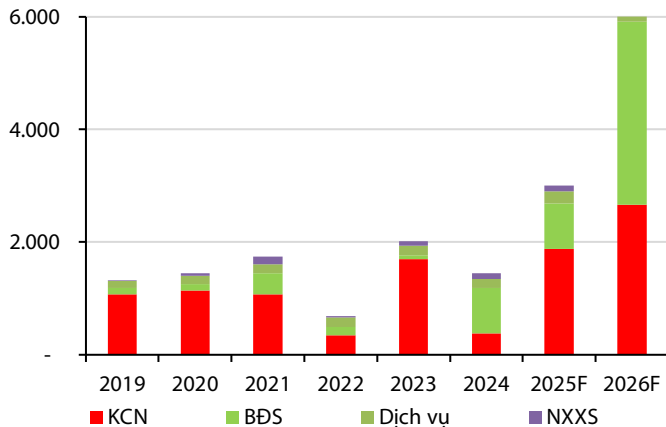
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp của KBC theo mảng kinh doanh chính (KCN và BĐS dân dụng)



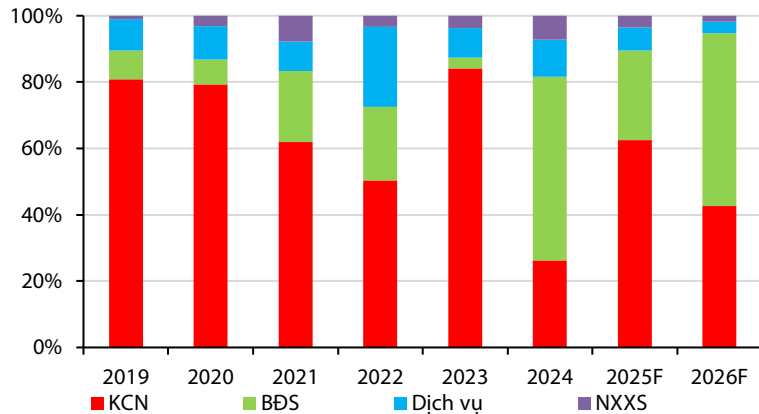
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Giá vốn hàng bán (COGS) của KBC theo mảng kinh doanh (tỷ đồng)



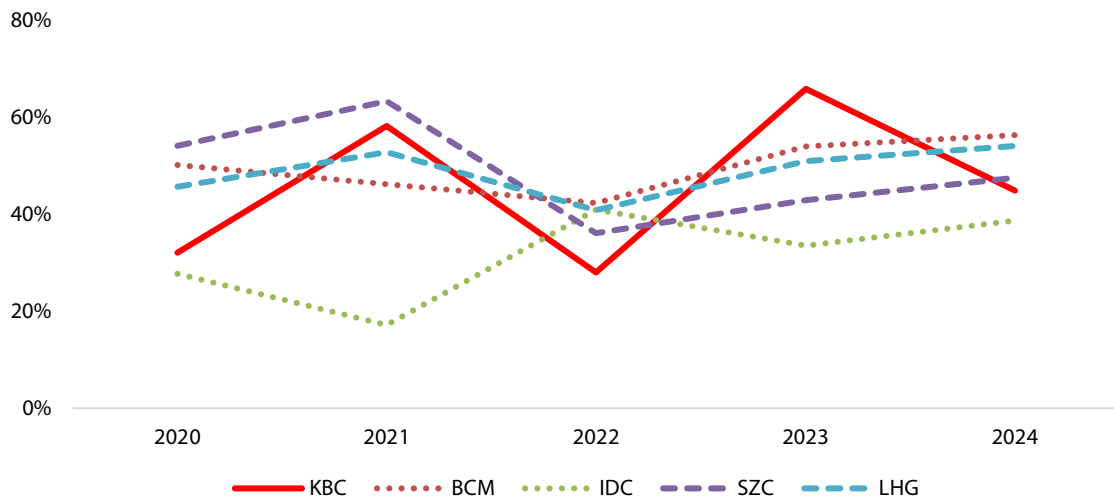
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Tỷ trọng COGS của KBC theo mảng kinh doanh (%)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Biên lợi nhuận gộp KBC – so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Cho thuê đất KCN: Giá vốn hàng bán của đất KCN cho thuê trong kỳ sẽ bao gồm lũy kế chi phí đầu tư cho diện tích cho thuê tương ứng, bao gồm: 1/ Chi phí giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất (chiếm ~70% tổng mức đầu tư của dự án), 2/ Chi phí xây dựng hạ tầng (san lấp mặt bằng, đường giao thông, ~20% tổng mức đầu tư dự án) và 3/ Chi phí khác (pháp lý, bán hàng,... ~10% tổng mức đầu tư của dự án). Qua đó, chúng tôi ước tính giá vốn hàng bán của các dự án sẽ tương ứng trên diện tích thương phẩm bàn giao của từng KCN trong các năm. Cụ thể trong đó:

- Với các KCN gần như hoàn thành GPMB và đang chờ quyết định giao đất (chủ yếu là các KCN ở miền Bắc), nhờ hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá thuê đất KCN trong giai đoạn 2019-2023, giúp biên gộp cải thiện từ 53% (2019) lên 68% (2024). Chúng tôi ước tính biên gộp của các KCN này sẽ duy trì ở mức 70% trong giai đoạn 2025-2026.
- Với các KCN tại Miền Nam (chủ yếu vẫn đang trong quá trình GPMB và tích lũy quỹ đất), chúng tôi nhận thấy mức đầu tư tại các KCN này tương đối cao (trung bình ở 20 tỷ/ha, so với 17-18 tỷ/ha của các KCN miền Bắc), trong khi giá thuê dự kiến ở mức USD 150/m²/chu kỳ (nhằm tăng sức cạnh tranh, khi Long An cũng là thị trường mới của KBC) có thể khiến biên gộp của các dự án này chỉ ở mức 55% (thấp hơn so với các KCN trước đây).

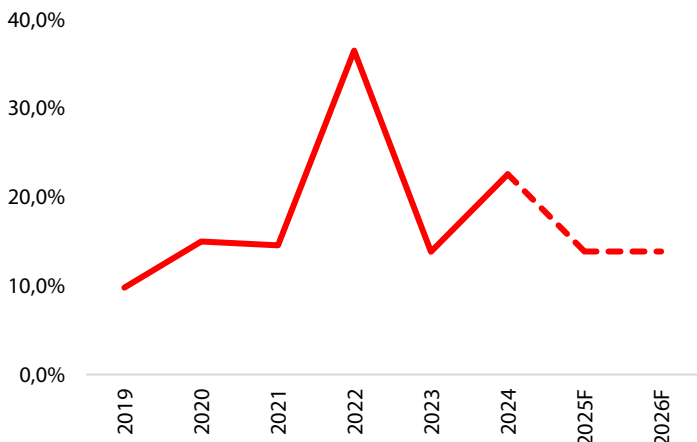
Bất động sản dân dụng: Tương tự như cho thuê đất KCN, giá vốn hàng bán sẽ bao gồm lũy kế chi phí đầu tư cho diện tích thương phẩm đã bàn giao và ghi nhận doanh thu tương ứng, bao gồm: 1/ Chi phí giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất (chiếm ~50% tổng mức đầu tư của dự án), 2/ Chi phí xây dựng hạ tầng (san lấp mặt bằng, đường giao thông, ~40% tổng mức đầu tư dự án) và 3/ Chi phí khác (pháp lý, bán hàng,... ~10% tổng mức đầu tư của dự án). Trong đó riêng với khu đô thị Trảng Cát, chi phí xây dựng hạ tầng tương đối lớn (chiếm 50% tổng mức đầu tư) do việc san lấp mặt bằng và triển khai hạ tầng ban đầu. Tuy nhiên, doanh nghiệp có thể chuyển một phần chi phí vào giá bán (nhờ lợi thế về vị trí của dự án), vì vậy chúng tôi kỳ vọng biên GPM của dự án KĐT Trảng Cát có thể đạt 29% trong năm 2026.

Các chi phí khác và lợi nhuận ròng

Chúng tôi kỳ vọng tổng chi phí BH&QLDN chiếm tỷ trọng trung bình 14% trên tổng doanh thu trong giai đoạn 2025-2026, tương đương so với chi phí của các doanh nghiệp BĐS đang niêm yết. Trong năm 2022 và 2024, tỷ lệ này ở mức cao (lần lượt ở 36,6% và 22,6%) do doanh thu trong kỳ sụt giảm (ảnh hưởng của việc thiếu đất KCN để cho thuê).

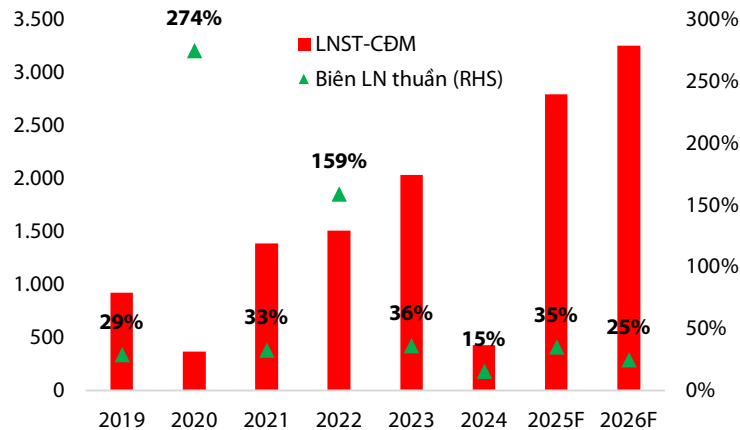
Dự phóng LNST năm 2025-2026 lần lượt đạt 2.786 tỷ đồng (+554% YoY) và 4.154 tỷ (+49%YoY). Trong đó tăng trưởng lợi nhuận 2025 đến từ việc tích cực cho thuê đất (diện tích cho thuê mới các năm lần lượt đạt 174ha (+770%YoY) và 186ha (+7%YoY)). Ngoài ra, doanh nghiệp còn ghi nhận doanh thu đáng kể từ BĐS dân dụng trong 2026 (doanh thu ước tính đạt 7,7 nghìn tỷ đồng). Biên lợi nhuận ròng qua đó duy trì ở mức cao, lần lượt 35% (2025) và 26% (2026), do biên lợi nhuận mảng BĐS nhà ở thấp hơn mảng cho thuê đất KCN.

Hình 18: Chi phí bán hàng và quản lý/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Lợi nhuận sau thuế và lợi nhuận ròng của KBC (%)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

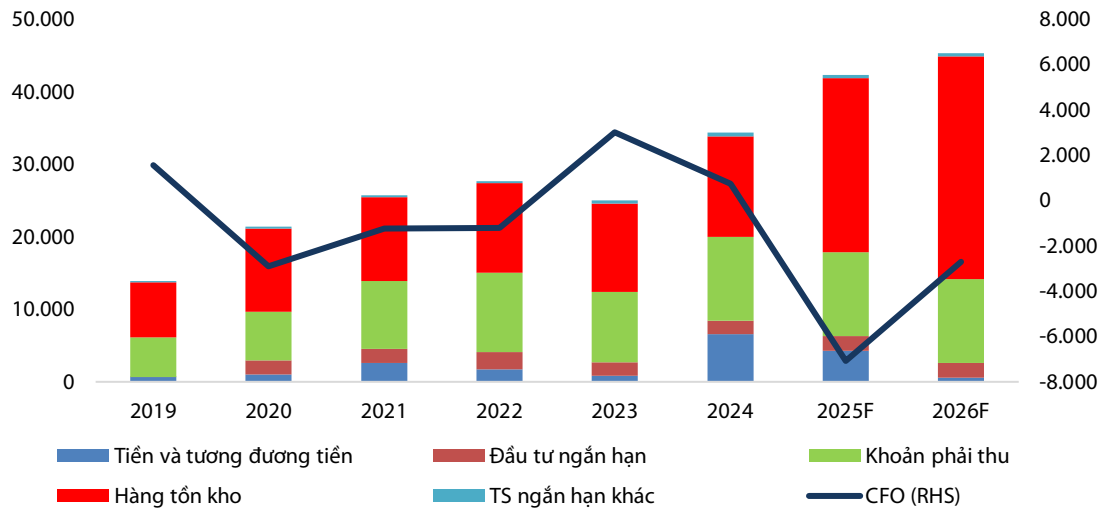
Tài sản ngắn hạn

Đối với các doanh nghiệp BĐS (bao gồm công ty KCN sử dụng phương pháp hạch toán doanh thu 01 lần như KBC), hạng mục hàng tồn kho sẽ chiếm phần lớn tài sản ngắn hạn. Trong giai đoạn 2022-2024, hàng tồn kho của doanh nghiệp tập trung ở các dự án BĐS dân dụng (KĐT Trảng Cát, Phúc Ninh) do các dự án vẫn đang trong giai đoạn đầu tư ban đầu, chưa ghi nhận doanh thu. Trong giai đoạn 2025-2026, công ty sẽ tiếp tục tập trung vào đầu tư dự án KĐT Trảng Cát (hoàn thành tiền sử dụng đất, bắt đầu xây dựng). Ngoài ra, số dư tại các KCN (đặc biệt các KCN phía nam) sẽ tăng lên, khi doanh nghiệp hoàn thành việc kiểm đếm, nghĩa vụ tài chính về đất đai và bắt đầu hoạt động xây dựng hạ tầng. Theo ước tính, KBC sẽ cần ~15 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2026 để đầu tư cho các dự án BĐS.

Khoản phải thu cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản doanh nghiệp (~30% tài sản ngắn hạn), chủ yếu là các khoản mục lớn gồm: 1/ Trả trước cho người bán (ngắn hạn), với phần lớn số dư tại các bên liên quan (CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc, CTCP Dịch vụ Kinh Bắc); 2/ Khoản phải thu về cho vay (trong đó các bên liên quan chiếm 30-40% tổng dư nợ); 3/ Các khoản phải thu khác, chủ yếu nằm ở mục Tạm ứng

cho nhân viên và ứng trước cho Ban quản lý dự án đầu tư Xây dựng huyện Đức Hòa (địa điểm đặt KCN Lộc Giang – Long An). Đây là các khoản mục tài sản đáng chú ý của KBC, chủ yếu để công ty giải phóng mặt bằng và tích lũy quỹ đất tại các dự án tiềm năng (chưa được phê duyệt chủ trương đầu tư). Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi cho rằng số dư này sẽ được duy trì, khi chưa có thông tin về các dự án mới của doanh nghiệp.

Hình 20: Cơ cấu tài sản ngắn hạn và dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO) của KBC giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



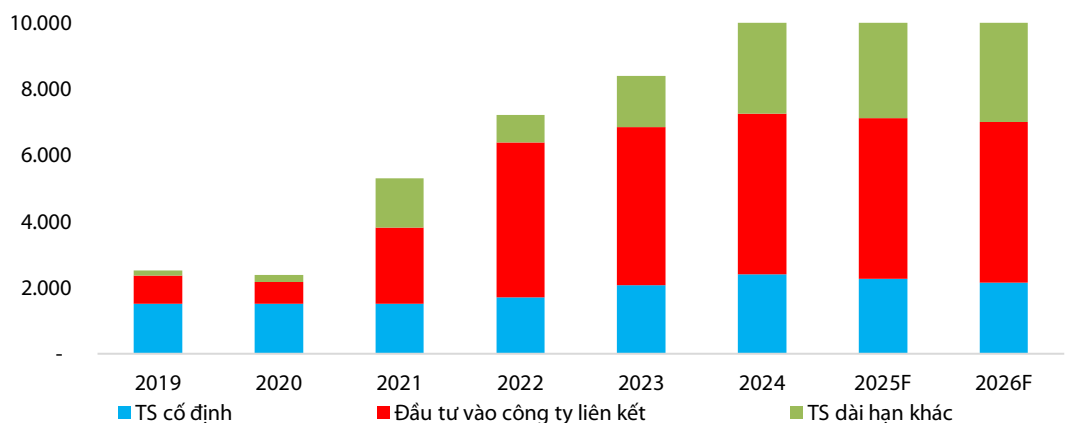
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Tài sản dài hạn

Với mô hình kinh doanh của doanh nghiệp BĐS, phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với lô đất sẽ chuyển giao cho người mua. Vì vậy tài sản cố định (tài sản khai thác qua nhiều chu kỳ kinh doanh) sẽ chiếm trọng số thấp trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Tài sản cố định (hữu hình và vô hình) chủ yếu dưới dạng các tài sản thương mại dịch vụ/ tiện ích cho các khách hàng trong các KCN/ khu đô thị, có thể kể đến như nhà máy nước, khu thương mại,... Công ty cũng có các khoản phải thu dài hạn về cho vay với bên liên quan, và chúng tôi cho rằng số dư này sẽ ít biến động trong thời gian tới.

Đáng chú ý hơn, doanh nghiệp có các khoản đầu tư vào các công ty liên kết, với: 1/ KCN quy mô vừa (để cập ở phần 1.3) và 2/ CTCP Đầu tư Sài Gòn – Đà Nẵng với dự án KCN (phần 1.3) và dự án khu đô thị Dragon City Park (70ha tại Đà Nẵng). Do các dự án đang trong giai đoạn đầu tư, nên sẽ chưa ghi nhận lợi nhuận đáng kể trong giai đoạn 2025-2026.

Hình 21: Cơ cấu tài sản dài hạn của KBC giai đoạn 2019-2026 (tỷ đồng)



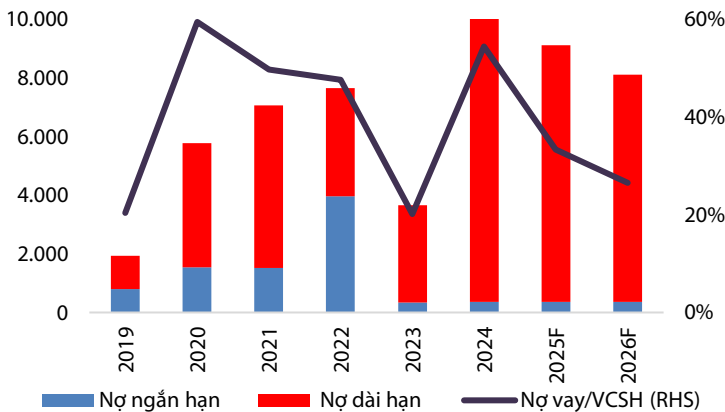
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về nguồn vốn

Nợ vay

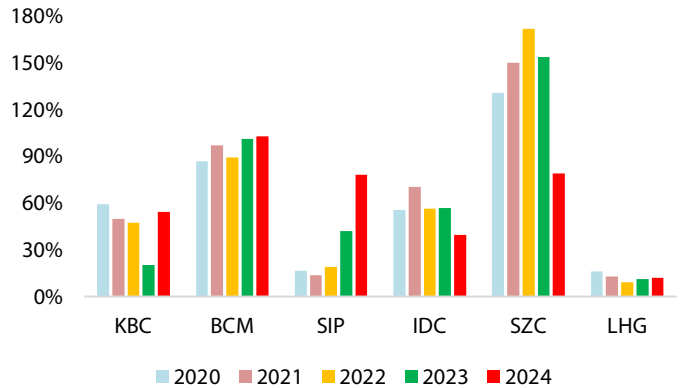
Đặc thù ngành BĐS (KCN và dân dụng) có vốn đầu tư lớn và nhu cầu vay nợ cao, đặc biệt ở giai đoạn đầu của dự án, khi doanh nghiệp cần dòng tiền để thực hiện nghĩa vụ tài chính về đất (GPMB, đóng tiền sử dụng đất), là điều kiện tiên quyết để doanh nghiệp có mặt bằng xây dựng hạ tầng và bàn giao đất cho khách hàng. Vì vậy, chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ tăng nợ vay (chủ yếu là nợ vay dài hạn) để tài trợ cho nhu cầu đầu tư các dự án (~15 nghìn tỷ đồng, đã đề cập ở mục tài sản ngắn hạn). Với áp lực nợ vay đáo hạn trong các năm sau, chúng tôi cho rằng dòng tiền từ các KCN (đẩy mạnh việc cho thuê từ 2025, đã đề cập ở phần trên), đồng thời với dòng tiền từ phát hành cổ phần cho cổ đông chiến lược, sẽ giúp giảm rủi ro đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Hình 22: Tổng nợ vay của KBC giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 23: So sánh tỷ lệ Nợ vay / VCSH của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Vốn chủ sở hữu

Ngoài sử dụng nợ vay, KBC còn sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu (thông qua lợi nhuận giữ lại và phát hành thêm cổ phần) để tài trợ cho việc đầu tư dự án. Trong năm 2021, doanh nghiệp đã phát hành 100 triệu cổ phần theo phương thức phát hành riêng lẻ, nhằm tái cơ cấu các khoản nợ và góp vốn vào KĐT Trảng Cát. Trong giai đoạn 2024-2025, công ty tiếp tục phát hành riêng lẻ 250 triệu cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược, và chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể thu về ~6.000 tỷ đồng từ phát hành riêng lẻ, qua đó giảm tỷ lệ nợ vay/VCSH về mức 37% - giảm rủi ro về đòn bẩy trong dài hạn với KBC.

Chính sách cổ tức tiền mặt

Trong giai đoạn 2020-2024, công ty không thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt, khi công ty lấy lợi nhuận để tái đầu tư vào các dự án BĐS của doanh nghiệp. Do đó, KBC không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Bảng 5: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tổng doanh thu	3.210	2.151	4.246	950	5.618	2.776	8.011	13.137
Cho thuê đất KCN	2.289	1.537	3.036	657	5.221	1.195	6.454	7.143
BĐS dân dụng	540	196	515	353	105	910	900	5.292
Nhà xưởng	48	107	80	50	145	196	200	206
Dịch vụ KCN	224	277	305	337	386	420	457	496
% tăng trưởng cùng kỳ		-33%	97%	-78%	491%	-51%	189%	64%
Cho thuê đất KCN		-33%	97%	-78%	695%	-77%	440%	11%

BDS dân dụng	-64%	162%	-31%	-70%	768%	-1%	488%
Nhà xưởng	123%	-26%	-37%	190%	35%	2%	3%
Dịch vụ KCN	24%	10%	10%	15%	9%	9%	9%
% tổng doanh thu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Cho thuê đất KCN	71%	71%	72%	69%	93%	43%	81%
BDS dân dụng	17%	9%	12%	37%	2%	33%	11%
Nhà xưởng	2%	5%	2%	5%	3%	7%	2%
Dịch vụ KCN	7%	13%	7%	35%	7%	15%	6%

Nguồn: KBC, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tổng	1.847	689	2.467	266	3.695	1.283	5.004	6.893
Cho thuê đất KCN	1.214	392	1.960	312	3.527	815	4.574	4.476
BDS dân dụng	427	89	144	201	38	105	90	2.047
Nhà xưởng	35	62	(57)	27	69	91	94	97
Dịch vụ KCN	97	131	151	173	209	258	246	274
BIẾN LỢI NHUẬN GỘP								
Tổng	58%	32%	58%	28%	66%	46%	62%	52%
Cho thuê đất KCN	53%	25%	65%	48%	68%	68%	71%	63%
BDS dân dụng	79%	45%	28%	57%	36%	12%	10%	39%
Nhà xưởng	73%	58%	-71%	54%	47%	47%	47%	47%
Dịch vụ KCN	43%	47%	49%	51%	54%	61%	54%	55%

Nguồn: KBC, CTCK Rông Việt ước tính.

5. Rủi ro trong kinh doanh

Rủi ro về tiến độ dự án: Với các dự án BĐS, các bước liên quan tới GPMB và tính tiền sử dụng đất khá quan trọng và phức tạp, việc thực hiện GPMB chậm hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong kỳ (tương tự với các năm 2022 và 2024, khi doanh nghiệp không có đủ quỹ đất liền thửa để khách hàng cho thuê)

Rủi ro cạnh tranh: Trong giai đoạn 2024-2025, các KCN mới được đẩy mạnh phê duyệt chủ trương đầu tư, tiềm ẩn rủi ro trong dài hạn về việc cạnh tranh giữa các KCN có sẵn và các KCN mới (khi họ đưa ra mức giá thuê cạnh tranh và tăng đầu tư hạ tầng để thu hút khách hàng). Chúng tôi cho rằng KBC với kinh nghiệm thu hút FDI trong các năm qua, sẽ giảm thiểu được rủi ro này

Rủi ro tài sản: Các khoản phải thu (ngắn hạn và dài hạn) hiện đang chiếm tỷ lệ tương đối lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, nhà đầu tư cần chú ý tới biến động của các tài sản này khi đầu tư vào cổ phiếu KBC.

Định giá ngắn hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/B cho KBC. Giá mục tiêu của KBC như bảng dưới.

Bảng 6: Giá mục tiêu ước tính của KBC qua 2 năm

	2024	2025F
Phương pháp so sánh P/B		
BVPS	24.234	26.915
P/B dự phóng (lần)	1,5	1,5
Giá mục tiêu KBC (nghìn đồng/cổ phiếu)		40.300
Tổng hợp định giá		40.300

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu KBC cho mục tiêu trong 1 năm tới là **40.300 đồng/cổ phiếu**, P/B dự phóng năm 2025/2026 lần lượt là 1,5/ 1,3 lần (nằm ở mức +1 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình 10 năm của doanh nghiệp), phù hợp cho vị thế hiện tại của KBC, với: 1/ Quỹ đất KCN ~2.000 ha để triển khai trong dài hạn, 2/ Dự án khu đô thị Trảng Cát – vị trí nổi bật tại thành phố Hải Phòng – đã bắt đầu bước vào giai đoạn triển khai đầu tư. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

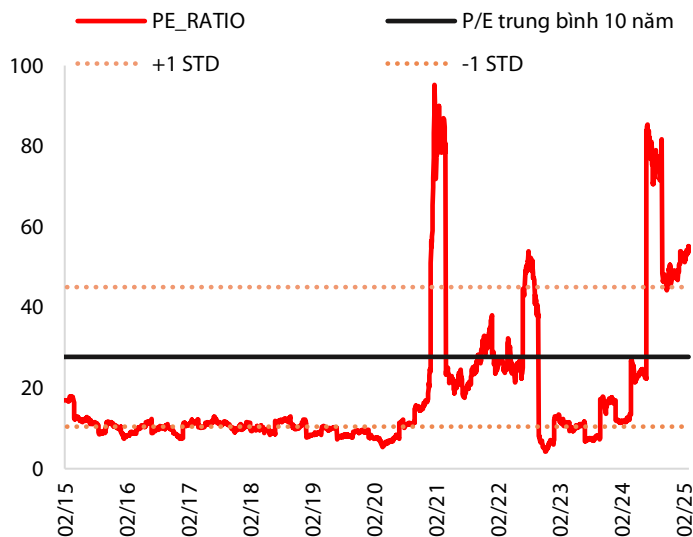
Bảng 7: Chỉ số P/E, P/B trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu thuần 2024 (Triệu USD)	LNST 2024 (Triệu USD)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	ROE (TTM, %)	P/E 2024 (lần)	P/B 2024 (lần)
KBC	867	111	17	45	19	2	51,4	1,2
BCM	2.894	208	84	56	34	15	26,0	3,8
SIP	664	312	47	14	17	31	13,9	3,9
IDC	710	354	80	39	28	43	8,1	3,4
SZC	295	35	12	47	31	11	22,0	2,4
NTC	202	15	13	67	111	25	19,2	4,4
LHG	68	17	7	54	42	13	8,4	1,0
Trung bình 5 năm ngành KCN							24	3,0

Bảng 8: Bảng độ nhạy cho giá trị KBC trên mỗi cổ phiếu và P/B

			P/B				
			1.2	1.35	1.5	1.65	1.8
BVPS	2024	24.234	29.081	32.716	36.351	39.986	43.621
	2025	26.915	32.297	36.335	40.372	44.409	48.446

Hình 24: P/E 10 năm của KBC



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 25: P/B 10 năm của KBC



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI KBC

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 06 công ty cho thuê đất KCN, có mô hình kinh doanh tương đồng với KBC làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP (HOSE: BCM)

BCM là một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư và phát triển hạ tầng khu công nghiệp, đô thị và giao thông. Thành lập năm 1976, Becamex IDC đã trải qua hơn 40 năm phát triển, trở thành thương hiệu uy tín trong ngành. Becamex IDC hiện quản lý và phát triển hàng chục khu công nghiệp trên cả nước với tổng diện tích khoảng 32.000 ha. Một số khu công nghiệp tiêu biểu bao gồm Khu công nghiệp Mỹ Phước; Khu công nghiệp Bàu Bàng,... Ngoài ra, Becamex IDC còn hợp tác với Tập đoàn Sembcorp (Singapore) thành lập liên doanh VSIP (Vietnam Singapore Industrial Park), phát triển các khu công nghiệp VSIP tại Bình Dương, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Nghệ An và Quảng Ngãi

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (HOSE: SIP)

P) là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, xây dựng và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, nhà xưởng và khu dân cư tại Việt Nam. Hiện Công ty quản lý bốn khu công nghiệp tại miền Nam, bao gồm: Khu công nghiệp - Đô thị - Dịch vụ Phước Đông (Tây Ninh) với diện tích 2.436,11 ha.; Khu công nghiệp Đông Nam (Củ Chi, TP.HCM) với diện tích 342 ha.; Khu công nghiệp Lê Minh Xuân 3 (Bình Chánh, TP.HCM) với diện tích 330 ha.; Khu công nghiệp Lộc An - Bình Sơn (Đông Nai) với diện tích 500 ha

Tổng Công ty IDICO – CTCP (HNX: IDC)

IDC là một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và quản lý hạ tầng khu công nghiệp. Với hơn 20 năm kinh nghiệm, IDICO đã và đang đầu tư, quản lý 12 khu công nghiệp trên cả nước với tổng diện tích gần 4.000 ha, thu hút gần 400 doanh nghiệp với tổng vốn đầu tư khoảng 9 tỷ USD. Các KCN tiêu biểu của công ty gồm Mỹ Xuân A và Mỹ Xuân B (Bà Rịa - Vũng Tàu), Hựu Thạnh (Long An); Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng (Bà Rịa - Vũng Tàu); Cầu Nghìn (Thái Bình)

Công ty Cổ phần Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)

SZC) là một thành viên của Tổng Công ty Sonadezi, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực đầu tư và phát triển hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị và sân golf. Công ty được thành lập vào ngày 26/06/2007 với vốn điều lệ ban đầu là 110 tỷ đồng. hiện đang đầu tư và phát triển dự án Khu Công nghiệp - Đô thị & Sân golf Châu Đức tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Dự án này có tổng diện tích 2.287,55 ha, trong đó: Đất khu công nghiệp: 1.556,14 ha và Đất khu đô thị Châu Đức: 537,01 ha

Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (Upcom: NTC)

Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC) là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, xây dựng và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp tại Việt Nam. Công ty được thành lập vào ngày 21/02/2005 với vốn điều lệ ban đầu là 70 tỷ đồng. Công ty đang khai thác Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên Mở Rộng (Nằm tại phường Uyên Hưng và phường Hội Nghĩa, thành phố Tân Uyên, tỉnh Bình Dương), khu công nghiệp mở rộng này có diện tích 345 ha, trong đó đất công nghiệp cho thuê chiếm 200,75 ha

CTCP Long Hậu (HSX: LHG)

LHG được thành lập vào ngày 23/05/2006, là chủ đầu tư và quản lý các dự án Khu công nghiệp Long Hậu với tổng diện tích gần 500 ha, nằm trong khu vực chiến lược phát triển kinh tế "Tiến ra biển Đông" của TP. Hồ Chí Minh. Hiện công ty đang khai thác Khu công nghiệp Long Hậu 3 – giai đoạn 1 với quy mô 123,98 ha.

Bảng 9: So sánh các chỉ tiêu tài chính của KBC và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	20%	20%	20%	20%	20%	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %						
KBC	32%	58%	28%	66%	45%	46%
Trung bình	42%	47%	38%	49%	48%	45%
Trung vị	46%	53%	41%	51%	47%	47%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %						
KBC	15%	32%	166%	40%	19%	54%
Trung bình	39%	28%	49%	29%	40%	37%
Trung vị	31%	27%	27%	28%	31%	29%
NỢ VAY/VCSH						
KBC	59%	50%	48%	20%	54%	46%
Trung bình	64%	64%	65%	64%	50%	61%
Trung vị	56%	56%	50%	49%	40%	50%
ROE %						
KBC	2%	9%	10%	12%	2%	7%
Trung bình	24%	18%	20%	17%	20%	20%
Trung vị	16%	16%	13%	14%	15%	15%
ROA %						
KBC	1%	4%	5%	6%	1%	3%
Trung bình	6%	5%	6%	5%	6%	6%
Trung vị	6%	4%	5%	5%	5%	5%
P/E						
KBC	107,2	18,4	15,6	10,5	51,4	40,6
Trung bình	40,8	21,8	16,4	17,5	21,3	23,6
Trung vị	36,4	13,8	12,8	14,8	19,2	19,4
P/B						
KBC	2,5	1	1,5	1,2	1,2	1,5
Trung bình	4,4	2,4	2,4	2,7	2,9	3
Trung vị	4,7	2,1	2,2	3,2	3,4	3,1

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HKKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	5.618	2.776	8.011	13.137
Giá vốn	(1.923)	(1.492)	(3.007)	(6.244)
Lãi gộp	3.695	1.283	5.004	6.893
Chi phí bán hàng	(354)	(98)	(485)	(795)
Chi phí quản lý	(458)	(529)	(627)	(1.028)
Thu nhập từ HĐTC	426	451	423	573
Chi phí tài chính	(426)	(258)	(433)	(697)
Lợi nhuận khác	17	(143)	(19)	(24)
LN từ công ty liên kết	(8)	57	14	14
Lợi nhuận trước thuế	2.891	764	3.877	4.936
Thuế TNDN	(646)	(304)	(857)	(1.086)
Lợi ích cổ đông thiểu số	214	34	234	603
Lợi nhuận sau thuế	2.031	426	2.786	3.247
EBIT	2.883	657	3.893	5.070
EBITDA	3.015	818	4.038	5.201

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	491%	-51%	189%	64%
Lợi nhuận HKKD	-1890%	-73%	394%	29%
EBIT	-1278%	-77%	493%	30%
Lợi nhuận sau thuế	35%	-79%	554%	17%
Tổng tài sản	-4%	34%	18%	5%
Vốn chủ sở hữu	13%	2%	47%	12%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	65,8%	46,2%	62,5%	52,5%
EBITDA/ Doanh thu	53,7%	29,5%	50,4%	39,6%
EBIT/ Doanh thu	51,3%	23,7%	48,6%	38,6%
LNST/ Doanh thu	36,1%	15,4%	34,8%	24,7%
ROA	6,1%	1,0%	5,3%	5,9%
ROCE	10,7%	1,8%	8,6%	10,5%
ROE	11,2%	2,3%	10,2%	10,6%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	0,6	0,2	0,7	1,1
Vòng quay HTK	0,2	0,1	0,1	0,2
Vòng quay kh. phải trả	0,3	0,2	0,4	0,9
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,8	4,6	5,9	6,2
Nhanh	1,9	2,8	2,5	2,0

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	20,1%	54,4%	33,3%	26,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	1,9%	2,0%	1,3%	1,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	18,3%	52,4%	31,9%	25,3%

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền	841	6.566	4.319	602
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.864	1.858	2.015	2.015
Các khoản phải thu	9.663	11.547	11.547	11.547
Tồn kho	12.219	13.867	23.926	30.641
Tài sản ngắn hạn khác	443	501	501	501
Tài sản cố định hữu hình	2.076	2.411	2.278	2.159
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	4.777	4.859	4.859	4.859
Tài sản dài hạn khác	1.552	3.157	3.157	3.157
TỔNG TÀI SẢN	33.434	44.765	52.601	55.480
Tiền hàng phải trả & ứng trước	6.234	7.029	6.845	6.882
Vay và nợ ngắn hạn	337	368	368	368
Vay và nợ dài hạn	3.322	9.745	8.745	7.736
Khoản phải trả ngắn hạn khác	3.313	6.935	6.935	6.935
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	7	7	7	7
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	13.213	24.084	22.899	21.928
Vốn đầu tư của CSH	10.420	10.420	16.420	16.420
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.754	4.319	7.106	10.353
Khoản thu nhập khác	0	3.861	3.861	3.861
Quỹ đầu tư phát triển	2	2	2	2
TỔNG VỐN	18.176	18.602	27.388	30.635
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.045	2.080	2.313	2.916

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	2.646	555	2.738	3.191
P/E (x)	12	52	15	13
BV (đồng/cp)	23.679	24.234	26.915	30.105
P/B (x)	1,3	1,2	1,5	1,3
DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/B	40.300	100	40.300

Giá mục tiêu (đồng/cp) 40.300

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 3/2025	40.300	MUA	Ngắn hạn

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

Đỗ Thạch Lam
Manager
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

Nguyễn Thủy Quyên
Senior Analyst
quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng
- Công Nghệ

- BĐS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BĐS Khu công nghiệp

- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

- Bán lẻ
- Dược

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

Lê Ngọc Hiền
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Kinh tế vĩ mô

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

- Thủy sản
- Phân bón

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

- Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

Tô Hạnh Trang
Analyst
trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Lê Huỳnh Hương
Analyst
huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Nguyễn Đức Chính
Analyst
chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bán lẻ

- BĐS dân dụng
- BĐS Khu công nghiệp

- Ngân hàng

- Dầu khí

- Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Toà nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

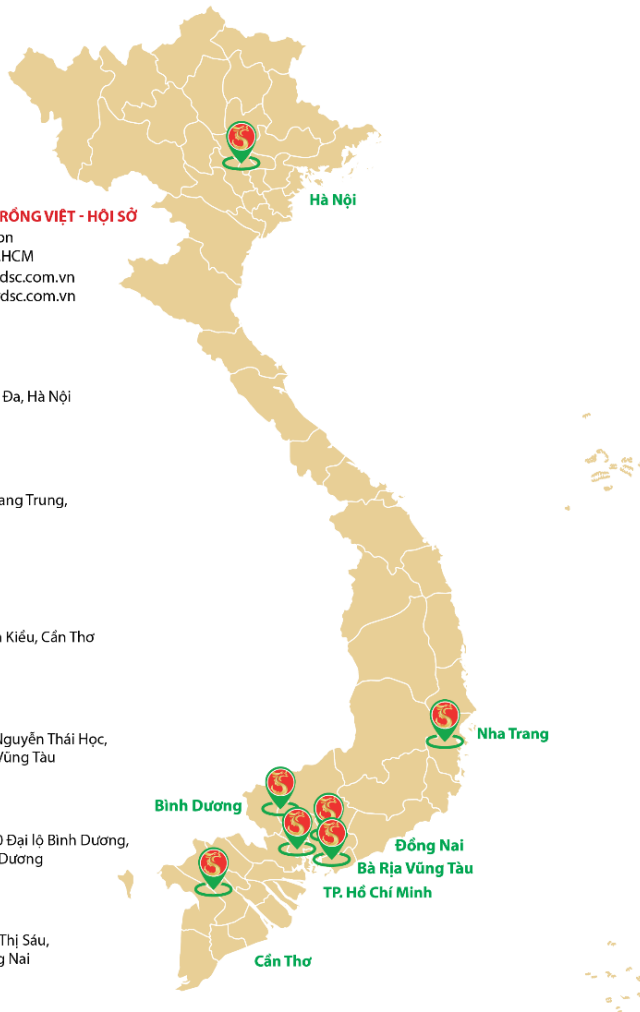
Tầng 3, Toà nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà

không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**