

MUA

Giá mục tiêu 2025: **32.200 VND**
% tăng giá: **22%**
Cập nhật: **28/05/2025**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: (1) Diện tích KCN gối đầu tốt, sớm được cho thuê; (2) KDDT Trảng Cát có bước tiến đáng kể.

Tiêu cực: Nhu cầu khách hàng bị ảnh hưởng do biến động chiến tranh thương mại.

Rủi ro: Mỹ áp thuế cao lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam

	Q1/2024	Q1/2025	2025F
DTT	152	3.117	4.556
% YoY	-93%	1946%	64%
LNST sau CĐTS	-86	783	1.150
% YoY	-	-	201%

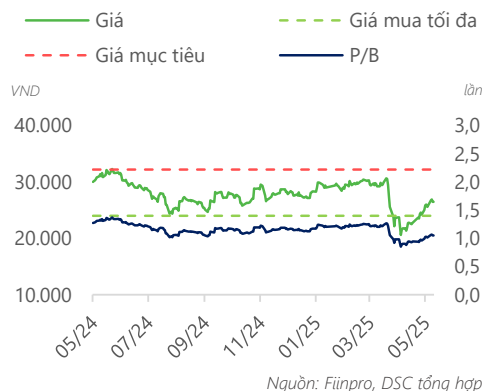
Đơn vị : tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

KBC là nhà phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu Việt Nam, tập trung tại phía Bắc, với quỹ đất công nghiệp hơn 6.000 ha và quỹ đất đô thị hơn 1.000 ha,... Đây cũng là doanh nghiệp tiên phong trong việc thu hút FDI tại Việt Nam, với những khách hàng lớn như Foxconn, LG, Canon...

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Bất động sản
Giá hiện tại:	26.500 VND
Vốn hóa:	20.342 tỷ VND
Số lượng CPLH:	767,6 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	1.629 VND
P/B:	1,1 lần
Cổ tức tiền mặt 2025:	40,0%
Cổ tức cổ phiếu 2025:	0,0%



KBC

DSC

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2025 của KBC sẽ khởi sắc so với năm 2024 nhờ nền tảng từ các hợp đồng MOU của năm trước cùng sự xuất hiện của CCN Hưng Yên. Trong đó, mảng khu công nghiệp thu về 3.312 tỷ doanh thu, tương ứng với 108 ha được cho thuê. Dựa trên 2 phương pháp trên với tỷ trọng bằng nhau, và triển vọng trong 1 năm tới, DSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC là 32.300 VND/cp

Hiện tại, cổ phiếu KBC đang giao dịch ở mức P/B là 1,05 lần và P/B dự phóng 2025 là 0,9 lần, vùng giá rẻ do phản ánh rủi ro về thuế quan.

Tuy nhiên, do KBC thuộc nhóm ngành có mức độ nhạy cảm rất cao đối với câu chuyện thuế quan và chiến tranh thương mại, nên rủi ro này cần được lưu tâm rất kỹ trước khi đầu tư.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quan điểm ngành: Biến động khó lường

Sự kiện áp thuế của Trump đã giáng một đòn mạnh lên dòng vốn FDI, vốn đang chảy rất tốt vào Việt Nam. Với những lý do (1) Mỹ vẫn cần nguồn cung hàng giá rẻ từ Việt Nam để thay thế hàng Trung Quốc; (2) Việt Nam vị trí địa chính trị quan trọng, đang là đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ, DSC kì vọng, mức thuế sau khi đàm phán có thể giao động về mức 10%-25% đối với từng mặt hàng cụ thể, quan trọng hơn, mức thuế này nên ngang hoặc thấp hơn các đối thủ lân cận như Indonesia, Thái Lan, Ấn Độ,... Từ đó, trong năm nay, DSC kì vọng, tâm lý mở rộng đầu tư từ dòng vốn FDI vẫn sẽ dè dặt và dằn dỗi bỏ trong năm sau.

Diện tích KCN gối đầu lớn và chất lượng

KBC sở hữu nhóm khu công nghiệp gối đầu lớn, tổng diện tích thương phẩm khoảng 785 ha bao gồm: Trảng Duệ 3, CCN Hưng Yên, Kim Thành 2 (GD1). Số diện tích này sẽ dần thay thế cho nhóm 3 KCN đang vận hành và trở thành động lực tăng trưởng chính cho mảng này từ năm 2026.

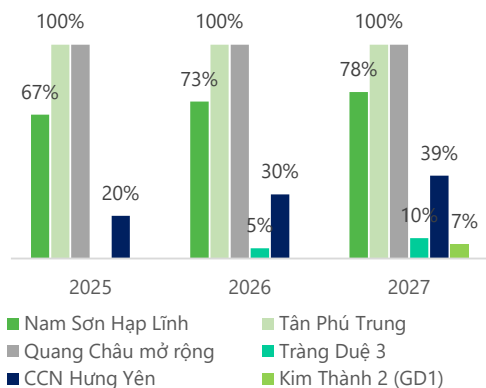
Trảng Cát sáng cửa mở bán

Dự án Trảng Cát đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án vào quý 1. KBC đã nhanh chóng hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất tăng thêm lên tới gần 7.000 tỷ, mở ra cơ hội lớn để khai thác kinh doanh dự án này trong tương lai gần.

LUẬN ĐIỂM 1:

Diện tích KCN gối đầu lớn và chất lượng

Tỷ lệ lấp đầy KCN



Nguồn: KBC, DSC tổng hợp

	2025	2026	2027
Tổng diện tích cho thuê (ha)	108	80	85
Tổng Doanh thu cho thuê	3.312	2.169	2.367
Tổng LNG cho thuê	1.799	1.099	1.191

Nguồn: DSC dự phóng

KBC

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

DSC

Nhóm KCN đang khai thác không còn nhiều dư địa

Hiện nay, doanh thu cho thuê đất của KBC đến từ 3 dự án chính là Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tân Phú Trung và Quang Châu mở rộng. Trong đó, tổng diện tích thương phẩm 476 ha đã được lấp đầy khoảng gần 80%, tương ứng với diện tích cho thuê khả dụng còn khoảng 100 ha - tương đương khoảng trung bình 1-2 năm cho thuê.

DSC kỳ vọng, 2 KCN Quang Châu mở rộng và Tân Phú Trung sẽ bàn giao phần diện tích cuối cùng để hoàn thành việc lấp đầy trong năm nay. Còn lại, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh sẽ tiếp tục đóng góp doanh thu trong tối đa 7 năm tới.

Nhóm KCN mới có tiến triển pháp lý tốt

DSC đánh giá, trong 5 năm tới, doanh thu và lợi nhuận từ mảng KCN của KBC sẽ được dẫn dắt bởi động lực từ những dự án mới rất tiềm năng. Bao gồm:

1. CCN Hưng Yên: Cụm công nghiệp là tổng hợp 3 KCN nhỏ là Kim Động, Đặng Lễ, Chính Nghĩa dự kiến sẽ được cho thuê ngay trong năm 2025, bổ sung vào quỹ đất thương phẩm khoảng 160 ha.
2. KCN Trảng Duệ 3: Là dự án trọng điểm của KBC trong 2 năm trở lại đây, với diện tích thương phẩm rất lớn, 470 ha. Dự án này đã nhận được cấp phép đầu tư từ đầu năm 2025, mở ra cơ hội được đưa vào kinh doanh trong 1-2 năm tới.
3. KCN Kim Thành 2 (GD1): Là một trong những dự án trọng điểm của tỉnh Hải Dương trong mục tiêu tăng trưởng kinh tế địa phương. Trong bối cảnh tỉnh Hải Dương được sáp nhập vào Hải Phòng, DSC kỳ vọng dự án sẽ được thúc đẩy nhanh chóng hơn nữa, nhất là khi đã được nhận cấp phép đầu tư vào đầu năm nay.

KCN	Vị trí	Thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m ²)	Thời gian ghi nhận doanh thu cho thuê đất 1 lần											
					2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Trảng Duệ 3	Hải Phòng	470	0%	150	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CCN Hưng Yên	Hưng Yên	160	0%	124	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kim Thành 2 (GD1)	Hải Dương	155	0%	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	204	59%	173	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tân Phú Trung	Tp. HCM	204	95%	196	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quang Châu mở rộng	Bắc Giang	68	71%	184	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Nguồn: KBC, DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 2:

Tràng Cát sáng cửa mở bán

Chi tiêu	Tổng	Đơn vị
Tổng diện tích	585	ha
Thương phẩm	248	ha
Chi phí đất	17.794	Tỷ VND
Chi phí phát triển		
thương phẩm	10	triệu/m2
Giá bán sỉ	15	triệu/m2
Vị trí		Hải Phòng
Update	Chấp thuận đầu tư Q1.2025	

	2026	2027	2028
Doanh thu	3.090	3.183	3.230
Lợi nhuận gộp	1.184	1.276	1.324

KBC

DSC

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Dự án Tràng Cát có nhiều tiến triển quan trọng

KĐT Tràng Cát là dự án có quy mô lớn nhất từ trước đến nay của KBC và đã được doanh nghiệp này theo đuổi trong hơn 10 năm. Do vấn đề về điều chỉnh quy hoạch và quyết định tiền sử dụng đất.

Tuy nhiên, trong khoảng thời gian đầu năm, DSC nhận thấy dự án đã có những bước tiến về pháp lý rất đáng kể:

1. Nhận chấp thuận chủ trương đầu tư dự án
2. Hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất với tổng giá trị khoảng gần 18.000 tỷ đồng.

DSC kì vọng, dự án sẽ mang lại dòng tiền, sớm nhất vào năm 2027. Với quy mô lớn tổng mức đầu tư dự kiến lên tới gần 70.000 tỷ, DSC đánh giá, chiến lược phù hợp cho KBC là bán một phần diện tích dự án (có thể dưới dạng cổ phần), sau đó, sử dụng dòng tiền này để dùng làm vốn trực tiếp phát triển phần diện tích còn lại.



Hình 1.3: Bản đồ tổng mặt bằng KĐT và dịch vụ Tràng Cát

Nguồn: KBC, DSC tổng hợp

Giả định năm 2025

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2025 của KBC sẽ khởi sắc so với năm 2024 nhờ nền tảng từ các hợp đồng MOU của năm trước cùng sự xuất hiện của CCN Hưng Yên. Trong đó, mảng khu công nghiệp thu về 3.312 tỷ doanh thu, tương ứng với 108 ha được cho thuê. Các mảng còn lại không mang tới đột biến đáng kể, mang về khoảng 1.244 tỷ doanh thu.

BÁO CÁO KQKD

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5.618	2.776	4.556	3.332
Giá vốn	(1.923)	(1.492)	(2.203)	(1.730)
LN gộp	3.695	1.283	2.354	1.601
CP Bán hàng	(354)	(98)	(223)	(164)
CP Quản lý	(458)	(460)	(563)	(412)
EBIT	2.883	726	1.568	1.026
Lãi lỗ CTLK	(8)	16	91	67
DT Tài chính	426	451	617	320
CP Tài chính	(426)	(259)	(490)	(565)
Cp Lãi vay	(380)	(269)	(490)	(565)
LN khác	17	(211)	(95)	(104)
LN TT	2.891	723	1.690	743
Thuế TNDN	(646)	(299)	(399)	(216)
LNST	2.245	423	1.291	526
Lợi ích CĐTS	214	41	141	48
LNST Cty mẹ	2.031	382	1.150	478
Trích quỹ	(2)	(1)	(2)	(2)
LNST Cty mẹ sau quỹ KTPL	2.029	381	1.148	476
EPS (VNĐ)	2.643	496	1.495	621

BẢNG CỎKT

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	25.456	36.807	45.548	39.386
Tiền & ĐTTCHN	2.706	8.424	11.516	5.965
Phải thu NH	9.663	13.309	13.409	11.409
Hàng tồn kho, ròng	12.645	14.581	19.718	21.350
TSNH khác	443	493	906	662
Tài sản dài hạn	7.978	7.923	8.638	8.266
Phải thu DH	1.532	1.366	1.599	1.169
TSCĐ HH	449	408	401	397
TSCĐ VH	0	0	0	0
XDCBDD	0	0	0	0
BĐS đầu tư	1.201	1.292	1.755	1.835
Đầu tư dài hạn	4.777	4.817	4.817	4.817
TSDH khác	19	40	65	48
TỔNG TÀI SẢN	33.434	44.730	54.186	47.652
NỢ	13.213	24.085	32.248	25.186
Nợ ngắn hạn	6.579	7.093	10.423	8.123
Phải trả ngắn hạn	5.680	5.951	8.784	6.901
Người mua trả trước NH	553	758	1.187	777
DT chưa thực hiện NH	1	5	0	0
Vay ngắn hạn	337	371	445	437
Quỹ phúc lợi & Quỹ khác	7	7	7	7
Nợ dài hạn	6.635	16.992	21.825	17.063
Phải trả dài hạn	3.308	7.215	7.215	3.515
Người mua trả trước DH	0	0	0	0
DT chưa thực hiện DH	4	36	36	36
Vay dài hạn	3.322	9.741	14.573	13.512
VỐN CHỦ SỞ HỮU	20.221	20.645	21.938	22.466
Vốn điều lệ	7.676	7.676	7.676	7.676
Thặng dư vốn cổ phần	2.744	2.744	2.744	2.744
Vốn & Quỹ khác	-	3.325	3.327	3.329
Quỹ ĐTP	2	2	4	6
LN giữ lại	7.754	4.811	5.959	6.436
Lợi ích CĐTS	2.045	2.087	2.228	2.276
TỔNG NGUỒN VỐN	33.434	44.730	54.186	47.652

ĐỊNH GIÁ

Multiple	
P/B trung bình 5 năm	1,3
P/B trung bình ngành	2,1
P/B fw 2025	0,9
P/B mục tiêu	1,1
BVPS fw 2025	28.580
Giá trị cổ phiếu	31.400

RNAV	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NPV
KCN đang triển khai			
Tràng Duệ 3	DCF	89%	2.116
CCN Hưng Yên	DCF	94%	945
Kim Thành 2 (GD1)	DCF	100%	379
KCN hiện hữu			
Nam Sơn Hạp Lĩnh	DCF	100%	2.513
Tân Phú Trung	DCF	74%	232
Quang Châu mở rộng	DCF	89%	516
KCN khác			
BV			464
Khu đô thị/ Dân cư			
Tràng Cát	DCF	100%	17.399
Phước Ninh	BV	100%	1.119
NOXH Evergreen	BV	100%	773
NOXH+KĐT Tràng Duệ	BV	100%	610
Tổng			
			27.065
(+) Tiền và ĐTTCTNH			8.424
(-) Nợ vay			10.113
RNAV			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			768
Giá trị cổ phiếu			33.100

Tổng hợp	Giá trị	Tỉ lệ
RNAV	33.100	50%
Multiple	31.400	50%
KBC	32.300	
Giá 23/05/2025	26.500	
Upside	22%	

KBC

DSC

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Phương pháp P/B

DSC xác định mức P/B phù hợp cho năm 2025 là 1,1, dưới mức trung bình 5 năm là 1,3 lần, phản ánh 2 điều chỉnh quan trọng (1) Rủi ro áp thuế từ Mỹ; (2) Tiềm năng từ dự án Tràng Cát. Từ đó, mức định giá thu được từ phương pháp P/B là 31.400 VND/cp.

Phương pháp RNAV

DSC ước tính giá trị tài sản hiện tại của DSC với 2 phương pháp (1) DCF, đối với các dự án có tính khả thi cao trong 3 năm tới; (2) BV, đối với các dự án nhỏ hoặc có tính dài hạn hơn 3 năm. Từ đó, mức định giá thu được từ phương pháp RNAV là 33.100 VND/cp.

Khuyến nghị dựa trên định giá và giá hiện tại

Dựa trên 2 phương pháp trên với tỷ trọng bằng nhau, và triển vọng trong 1 năm tới, DSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu KBC là 32.300 VND/cp

Hiện tại, cổ phiếu KBC đang giao dịch ở mức P/B là 1,05 lần và P/B dự phóng 2025 là 0,9 lần, vùng giá rẻ do phản ánh rủi ro về thuế quan.

Tuy nhiên, do KBC thuộc nhóm ngành có mức độ nhạy cảm rất cao đối với câu chuyện thuế quan và chiến tranh thương mại, nên rủi ro này cần được lưu tâm rất kỹ trước khi đầu tư.

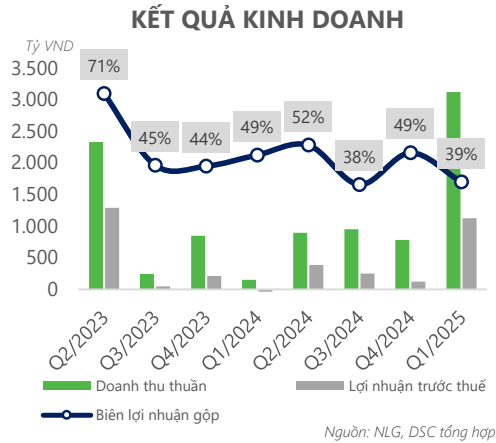
BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fünpro, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC:

Cập nhật kết quả kinh doanh & Điểm nhấn tài chính



KBC

DSC

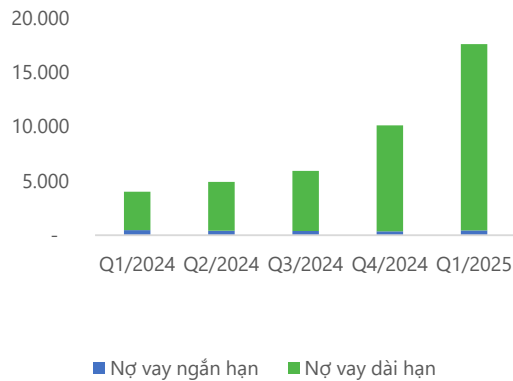
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Bù đắp nỗ lực đầu năm

KBC ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh từ đầu năm nhờ mảng KCN khởi sắc do cho thuê hiệu quả các diện tích đất đã kí MOU từ năm trước. Cụ thể, tổng doanh thu thuần đạt 3.117 tỷ, lợi nhuận trước thuế đạt 1.125 tỷ.

Như vậy, KBC đã hoàn thành lần lượt 31% và 27% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế rất tham vọng của năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng, tình hình cho thuê từ quý 2 trở đi sẽ ảm đạm hơn đáng kể do xu hướng tạm dừng mở rộng của các doanh nghiệp trong bối cảnh rủi ro thuế quan là rất đáng kể trước mắt.

GIA TRỊ NỢ VAY



Giá trị nợ vay tăng đáng kể

Dễ thấy, nợ vay của KBC có xu hướng tăng rõ rệt kể từ nửa cuối năm 2024. Đặc biệt, trong quý 1 năm, do phải bổ sung khoảng gần 7.000 tỷ tiền sử dụng đất cho dự án Tràng Cát, nợ vay dài hạn của KBC cũng tăng thêm tương ứng. Hiện nay, tổng dư nợ vay đã lên tới 17.500 tỷ, khiến tỷ lệ D/E lên tới 82%, mức cao nhất trong nhiều năm. Mặt khác, chúng tôi tin rằng, việc sử dụng đòn bẩy cao cũng là dấu hiệu cho thấy KBC rất tin tưởng vào tiềm năng ghi nhận doanh thu của dự án Tràng Cát trong thời gian tới.

PHỤ LỤC:

Lịch sử khuyến nghị & Mô hình kinh doanh

KBC

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

DSC

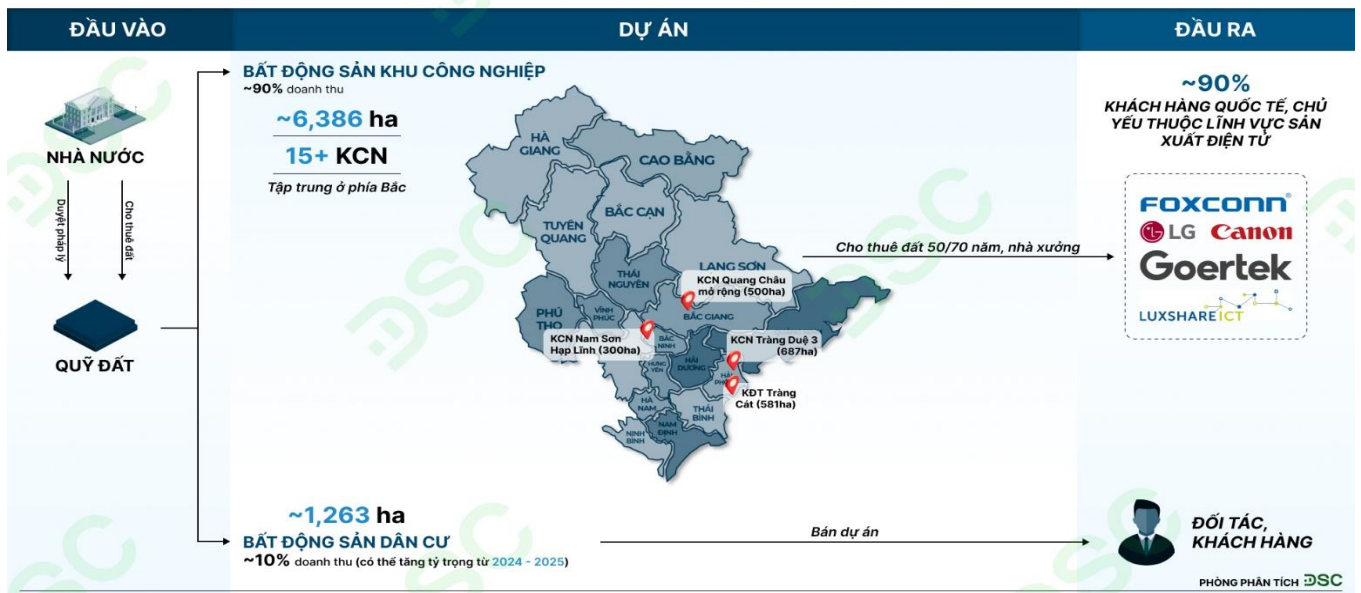
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH

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



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỖI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn