

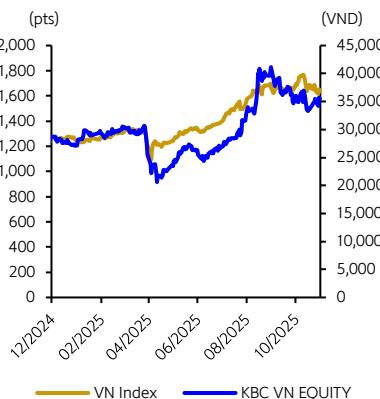


[Việt Nam / Khu công nghiệp]

MUA**Báo Cáo Cập Nhật**

Giá mục tiêu (12 tháng)	VND 41,300
Giá hiện tại (11/11/2025)	VND 32,300
Suất sinh lời (%)	27%
VNXINDEX	1,593
HNXINDEX	261
Vốn hóa(tỷ VND)	30,418
SLCP lưu hành(triệu CP)	942
Tỷ số giao dịch(triệu CP)	660
52-tuần cao/thấp (VND)	43,100/20,050
KLGD bình quân 90 ngày(triệu CP)	854
GTGD bình quân 90 ngày(tỷ VND)	329
Cổ đông lớn(%)	CTCP Đầu tư và Phát triển DTT
	9.19%
	CTCPT Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc
	6.61%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối(%)	9.4	50.1	31.5
Sо với VN-Index(%)	2.9	17.3	-0.8



Nguồn: Bloomberg

Tiến Lên**(84-28) 6299-8011**

tien.ld@shinhan.com



Please click or scan

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc

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

Kỳ vọng tăng tốc với triển vọng FDI hồi phục**Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 41,300**

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. Kết quả kinh doanh của KBC ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 9T/2025, dù hoạt động trong Q2 – Q3/2025 có phần chậm lại do tác động từ chính sách thuế quan. Với việc đạt được khuôn khổ hợp tác thương mại mới giữa Mỹ và Việt Nam, dòng vốn FDI dự kiến tiếp tục gia tăng. Nhờ đó, KBC được kỳ vọng phục hồi trong Q4/2025 và tăng tốc trong năm 2026. Với hơn 1,300 ha mở rộng cùng hai dự án lớn là KCN Tràng Duệ 3 và KĐT Tràng Cát đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2025, KBC sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Dựa trên phương pháp định giá RNAV, chúng tôi định giá KBC ở mức giá VND 41,300.

KQKD 9T/2025 duy trì tích cực, kỳ vọng tăng tốc từ Q4/2025 và bứt phá trong năm 2026

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 1,347 tỷ (+42% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt VND 312 tỷ (+55% YoY). Lũy kế 9T/2025, doanh thu đạt VND 5,039 tỷ (+153% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,563 tỷ (+294% YoY). Doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt VND 3,680 tỷ (+229% YoY), với khoảng 110 ha đất được cho thuê, chủ yếu đến từ KCN Nam Sơn Hợp Linh, Tràng Duệ 3 và Cụm CN Hưng Yên. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho thuê đất sẽ sôi động hơn trong Q4/2025 và năm 2026 khi tình hình thuế quan ổn định, củng cố niềm tin nhà đầu tư nước ngoài. Đồng thời, KCN Tràng Duệ 3 (đang hoàn tất công tác bồi thường) và KĐT Tràng Cát (đã được cấp sổ đỏ) sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Với hơn 1,300 ha được mở rộng trong năm 2025, nâng tổng quỹ đất có thể cho thuê lên hơn 3,500 ha, KBC sở hữu tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn.

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 Hợp Linh, 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 Nền và KĐT Tràng Duệ, đồng thời kiến sẽ bùng nổ trong năm 2026 khi dự KĐT Tràng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu. Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 7,200 tỷ (+159% YoY) trong năm 2025 và VND 14,090 tỷ (+96% YoY) trong năm 2026, lợi nhuận sau thuế dự kiến lần lượt đạt VND 1,894 tỷ đồng (+348% YoY) và 3,970 tỷ đồng (+110% YoY) trong năm 2026.

Dòng vốn FDI được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng cùng xu hướng đầu tư hạ tầng

Theo Cục Thống kê, vốn FDI thực hiện trong 10T/2025 ước đạt USD 21.3 tỷ (+8.8% YoY), đạt mức cao nhất trong 5 năm qua. Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam đạt hơn USD 31.52 tỷ (+15.6% YoY). Mỹ và Việt Nam đã đạt được khuôn khổ thỏa thuận thương mại vào ngày 26/10, qua đó trong đó Mỹ sẽ áp dụng mức thuế đối ứng 0-20% với hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam và xem xét áp dụng mức thuế 0% cho một số nhóm sản phẩm. Mặt khác, lượng vốn đầu tư công ước tính đạt VND 1.08 triệu tỷ (+22% YoY) trong năm 2026, cùng với kế hoạch giải ngân đầu tư công trung hạn 2026 – 2030 đạt VND 8.31 triệu tỷ (tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025) sẽ là động lực giúp Việt Nam tiếp tục thu hút nguồn vốn FDI.

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	7,200	14,090	15,660	19,781
LN từ HĐKD (tỷ VND)	934	2,771	5,786	6,508	8,352
LNST (tỷ VND)	423	1,894	3,970	4,469	5,741
EPS (đồng)	498	1,816	3,806	4,285	5,504
BPS (đồng)	24,198	24,720	28,026	31,811	36,814
Biên LN HĐKD (%)	34%	38%	41%	42%	42%
Biên LNST (%)	15%	26%	28%	29%	29%
ROE (%)	2%	8%	15%	15%	17%
PER (x)	48.99	18.64	8.89	7.90	6.15
PBR(x)	1.01	1.37	1.21	1.06	0.92
EV/EBITDA (x)	22.21	9.42	4.95	4.44	3.55

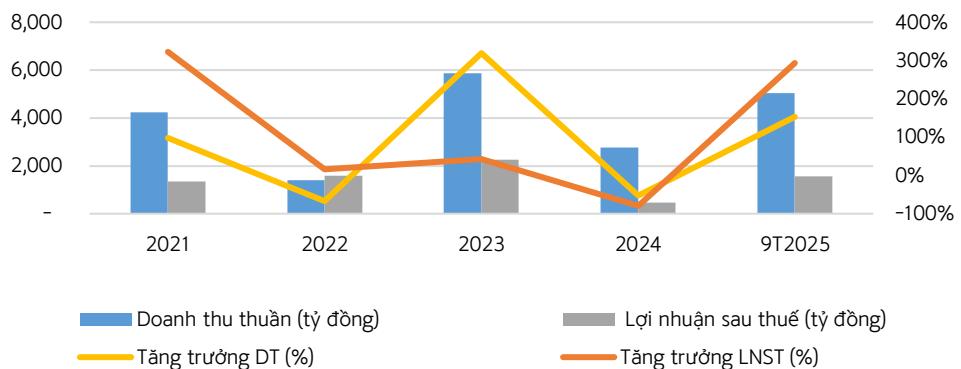
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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**

Cập nhật hoạt động kinh doanh

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T/2025

Doanh thu và lợi nhuận Kinh Bắc 2020 – 9T/2025 (tỷ đồng)



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

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q3/2025 đạt VND 1,347 tỷ (+42% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 312 tỷ (+55% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu đạt VND 5,039 tỷ (+153% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 1,563 tỷ (+294% YoY).

Mảng khu công nghiệp đạt doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt VND 3,680 tỷ (+229% YoY). Diện tích đất KCN cho thuê được trong 9T/2025 ước tính đạt khoảng 110 ha, chủ yếu đến từ các hợp đồng đã ký kết ở KCN Nam Sơn Hợp Lĩnh, Tràng Duệ 3 và Cụm công nghiệp Hưng Yên.

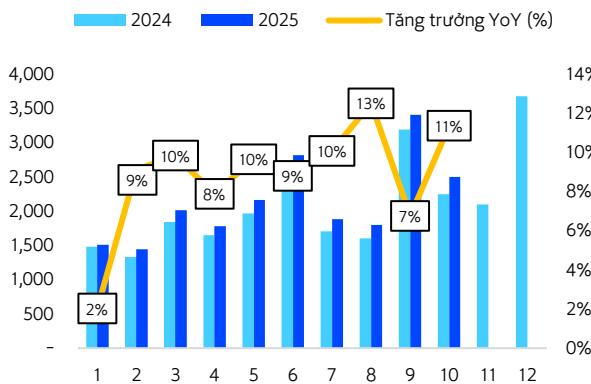
Mảng chuyển nhượng bất động sản khu đô thị có sự tăng trưởng mạnh mẽ, đạt VND 696 tỷ (+65% YoY). Chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng dự án NOXH Nếnh.

Các mảng doanh thu khác đạt 661 tỷ đồng (+45% 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.

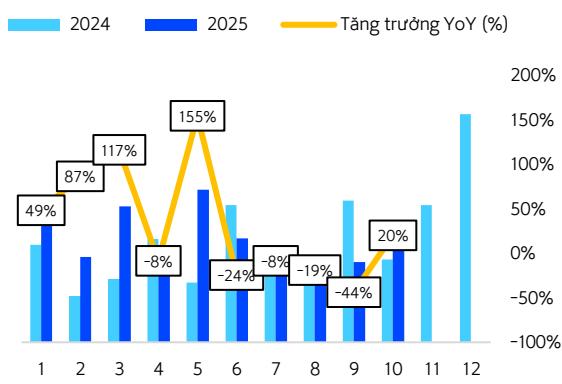
So với kế hoạch kinh doanh đã đề ra, Đô thị Kinh Bắc chỉ thực hiện được 50% mục tiêu doanh thu và 52% mục tiêu lãi ròng cả năm. Chúng tôi đánh giá, hoạt động kinh doanh của KBC có phần chậm lại trong Q2 – Q3/2025, nguyên nhân chủ yếu do những biến động của thuế quan dẫn đến sự thận trọng và trì hoãn của các nhà đầu tư trong việc quyết định thuê đất tại các KCN của Kinh Bắc.

Kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng trong tương lai

Vốn FDI giải ngân năm 2024 và 10T2025 (triệu USD)



Vốn FDI đăng ký 2024 và 10T2025 (triệu USD)



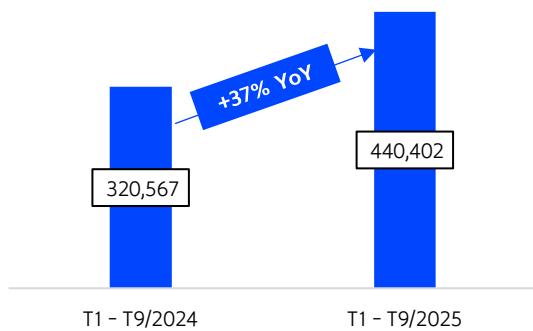
Nguồn: Cục Thống kê, Bộ Tài chính

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt USD 21.3 tỷ, tăng 8.8% 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 USD 31.52 tỷ, tăng mạnh 15.6% so với cùng kỳ năm trước.

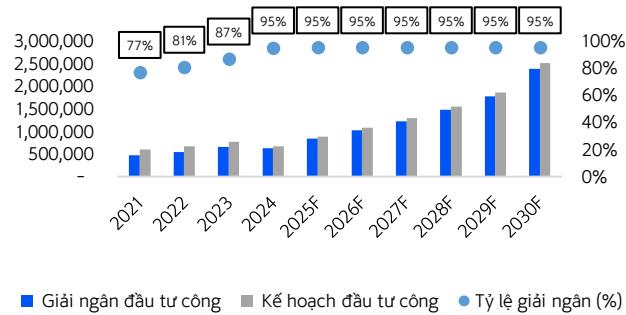
Lượng vốn FDI giải ngân và đăng ký đạt mức kỷ lục cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, trước những biến động về thuế quan, dòng vốn FDI đăng ký đã giảm trong giai đoạn từ tháng 06–09/2025. Sau khi tình hình thuế quan dần ổn định và Mỹ chính thức công bố chính sách thuế đối với các quốc gia, nguồn vốn FDI đăng ký đã ghi nhận xu hướng phục hồi vào tháng 10/2025. Với mức thuế 20%, Việt Nam vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh so với các nước trong khu vực trong việc thu hút đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, vào ngày 26/10, Mỹ và Việt Nam đã đạt được khuôn khổ thỏa thuận thương mại mới, trong đó Mỹ sẽ áp dụng mức thuế đối ứng 0-20% với hàng hóa tùy vào từng hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam và xem xét áp dụng mức thuế 0% cho một số nhóm sản phẩm.

Đẩy mạnh vốn đầu tư công thúc đẩy đầu tư xây dựng hạ tầng

Lũy kế giải ngân đầu tư công 9T/2025 (tỷ đồng)



Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021 – 2030F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/09/2025 khoảng VND 440,402 tỷ (+37% YoY), đạt 50% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 9T2025 có sự cải thiện so với 9T2024 khi tăng từ 47.3% lên mức 50%.

Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng mức vốn cân đối chi đầu tư phát triển từ nguồn ngân sách nhà nước năm 2026 dự kiến đạt khoảng 1.12 triệu tỷ đồng, bao gồm: chi đầu tư công ước đạt 1.08 triệu tỷ đồng, chi đầu tư phát triển khác khoảng 40 nghìn tỷ đồng. Như vậy, tổng mức vốn đầu tư công năm 2026 được dự báo tăng khoảng 22% so với năm 2025, phản ánh xu hướng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát

triển các dự án hạ tầng trọng điểm.

Nguồn vốn đầu tư công gia tăng đáng kể trong giai đoạn 2026 - 2030

Giai đoạn	2021 – 2025	2026 – 2030
Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình	6.3% (ước tính)	10%
Thu ngân sách nhà nước	9.6 triệu tỷ đồng	16.1 triệu tỷ đồng
Chi ngân sách nhà nước	10.9 triệu tỷ đồng	20.9 triệu tỷ đồng
Tổng mức chi đầu tư công	3.4 triệu tỷ đồng	8.31 triệu tỷ đồng
Bội chi ngân sách	3.1-3.2% GDP	5% GDP
Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn	2.5 triệu tỷ đồng	Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng
Tỷ lệ nợ công/ GDP	35-36% GDP	41-42% GDP

Nguồn: Bộ Tài chính, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Về trung hạn, chính phủ dự kiến sẽ gia tăng đáng kể nguồn vốn đầu tư công trong giai đoạn 2026 – 2030. Theo định hướng của Chính phủ giai đoạn 2026 – 2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên được xác định là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư phát triển đạt khoảng VND 8.51 triệu tỷ, tương đương 40% tổng chi ngân sách nhà nước, trong đó: Vốn đầu tư công trung hạn ước đạt VND 8.31 triệu tỷ, tăng 144% so với giai đoạn 2021 – 2025.

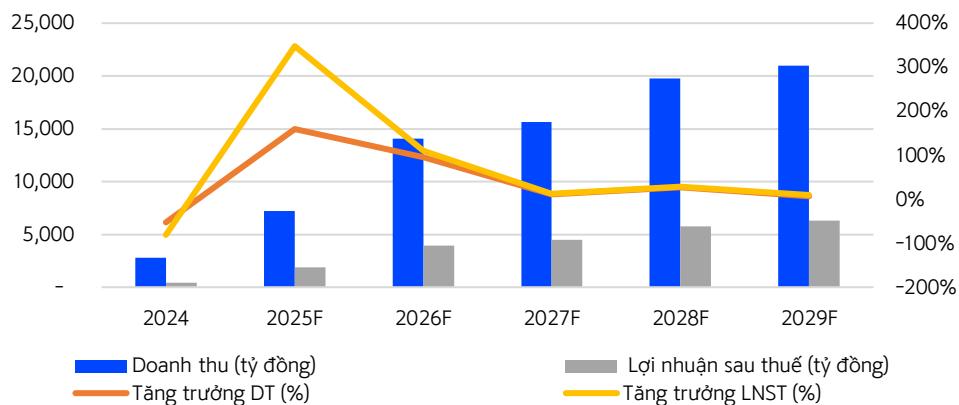
Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn gia tăng mạnh, Chính phủ dự kiến nâng tổng thu ngân sách nhà nước lên mức 16.1 triệu tỷ đồng thông qua việc đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế, qua đó thu ngân sách dự kiến chiếm 18% GDP. Đồng thời, mức bội chi ngân sách được định hướng tăng từ 3.1% lên 5% GDP, kéo theo nợ vay của Chính phủ dự kiến tăng từ VND 2.5 triệu tỷ lên VND 6.55 triệu tỷ, tương đương mức tăng 2.62 lần so với giai đoạn trước. Tỷ lệ nợ công/GDP mục tiêu nâng được nâng từ 35-36% lên khoảng 41-42%. Chúng tôi đánh giá, với tỷ lệ nợ công/GDP quanh ngưỡng 40%, Việt Nam vẫn duy trì được mức độ an toàn tài chính, đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số và đẩy mạnh phát triển hạ tầng trong trung hạn.

Việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh việc thu hút nguồn vốn FDI trong tương lai. Qua đó tác động tích cực đối với nhu cầu thuê đất khu công nghiệp của KBC.

Dự phỏng kết quả kinh doanh

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

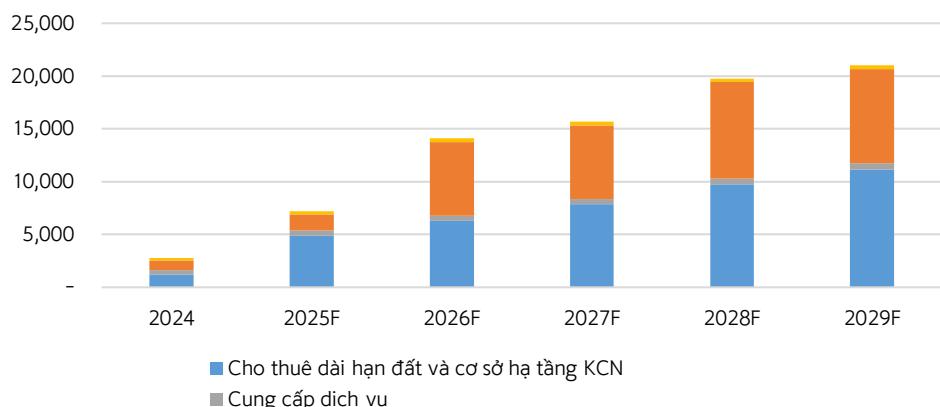
Dự phỏng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng Kinh Bắc 2024 – 2029F



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 7,200 tỷ (+159% YoY) trong năm 2025 và VND 14,090 tỷ (+96% YoY) trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 1,894 tỷ đồng (+348% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2026 dự kiến đạt VND 3,970 tỷ (+110% YoY).

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

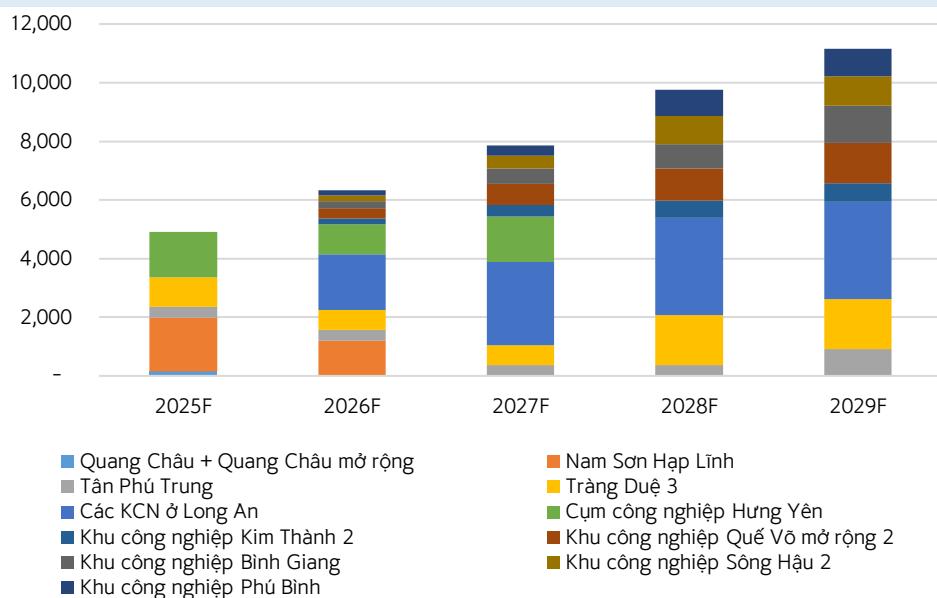


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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 4,916 tỷ đồng (+311% 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 1,519 tỷ đồng (+67% 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 quý đất KCN Tràng Duệ 3 và các KCN tại Long An

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



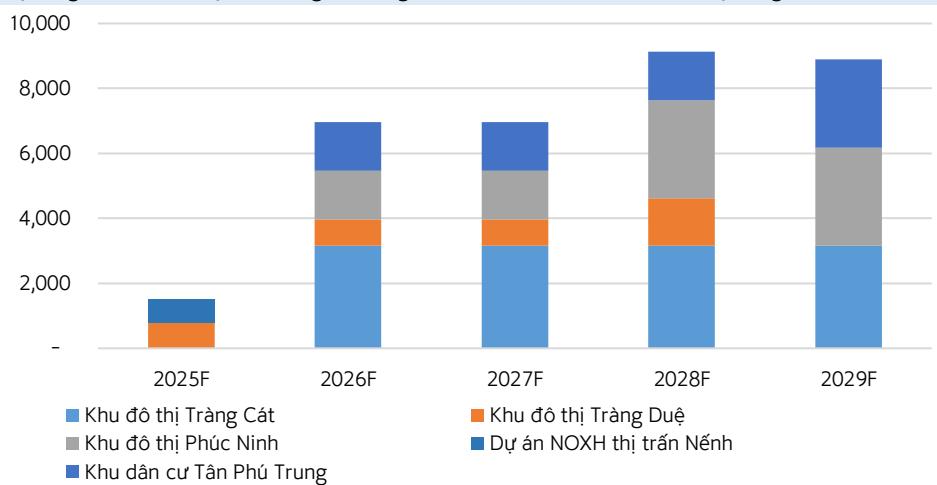
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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 Hợp Linh (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 phỏng 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 VND 3,500 tỷ / năm.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 41,300

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 41,300 đồng tương ứng với mức tăng 27%. 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 cung cấp 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 41,300.

Phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV)

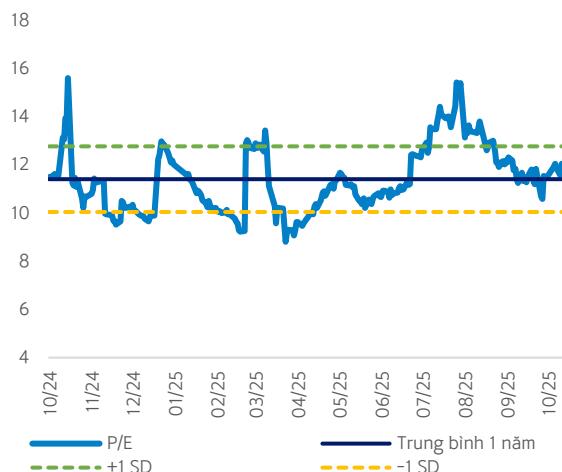
Tên dự án	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp định giá	Chiết khấu (%)	Giá trị (tỷ VND)
- Khu công nghiệp				18,214
Nam Sơn Hợp Lĩnh	100%	RNAV		1,524
Tân Phú Trung	73%	RNAV		1,355
Tràng Duệ 3	89%	RNAV		3,650
Cụm công nghiệp Hưng Yên	89%	RNAV		1,510
Khu công nghiệp Kim Thành 2	94%	RNAV		370
Khu công nghiệp Quế Võ mở rộng 2	100%	RNAV		816
Khu công nghiệp Bình Giang	100%	RNAV		438
Khu công nghiệp Sông Hậu 2	100%	RNAV		353
Khu công nghiệp Phú Bình	100%	RNAV		1,442
Các KCN tại Long An		RNAV		4,520
Phí dịch vụ các KCN		DCF		2,237
- Khu đô thị				30,122
Tràng Cát	100%	DCF	10%	18,296
KĐT Tràng Duệ	100%	DCF		1,098
Dự án Khu phức hợp đô thị, du lịch sinh thái, sân golf Khoái Châu	85%	DCF	30%	8,870
Các dự án khác		DCF		1,857
Tổng cộng				48,336
+ 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)		38,849
Số lượng cổ phiếu		941,754,759
Giá mục tiêu (VND)		41,300
Giá hiện tại (VND)		32,300
Upside (%)		27%

Biến	Giá trị
D/E	0.58
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Chi phí sử dụng vốn	14.4%
Chi phí nợ	11.2%
WACC	12.4%

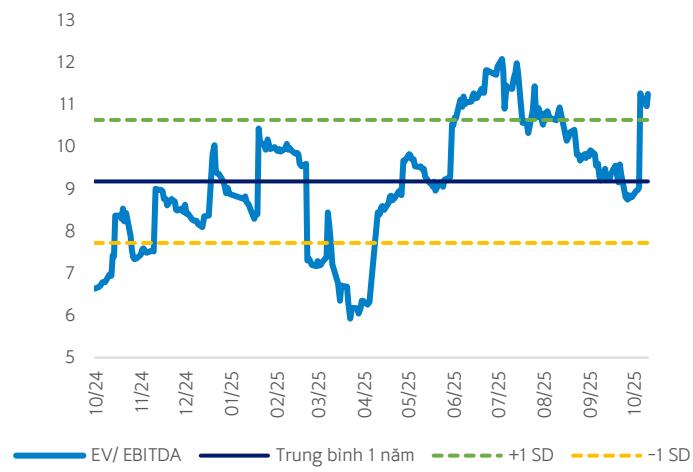
Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của KBC và VNINDEX.

P/E 1 năm qua



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

EV/EBITDA 1 năm qua

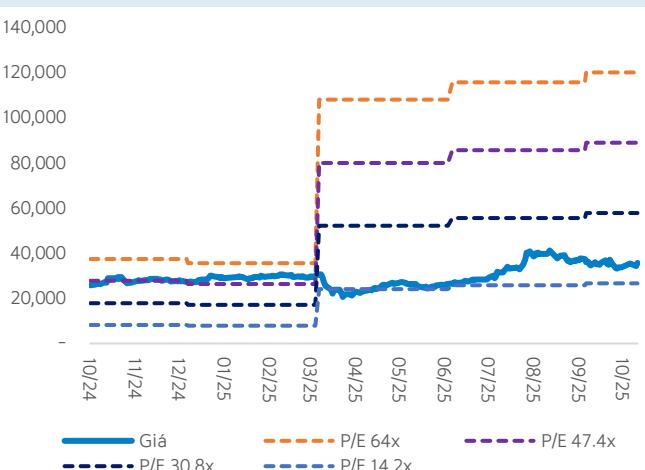


P/B 1 năm qua



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

Giá với các mức P/E

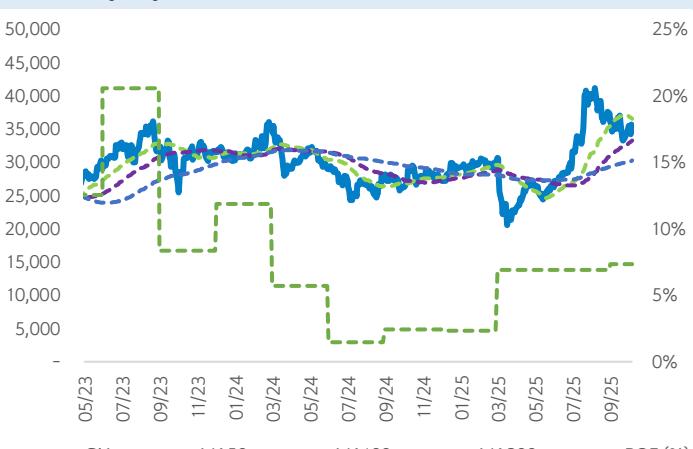


Giá với các mức P/B

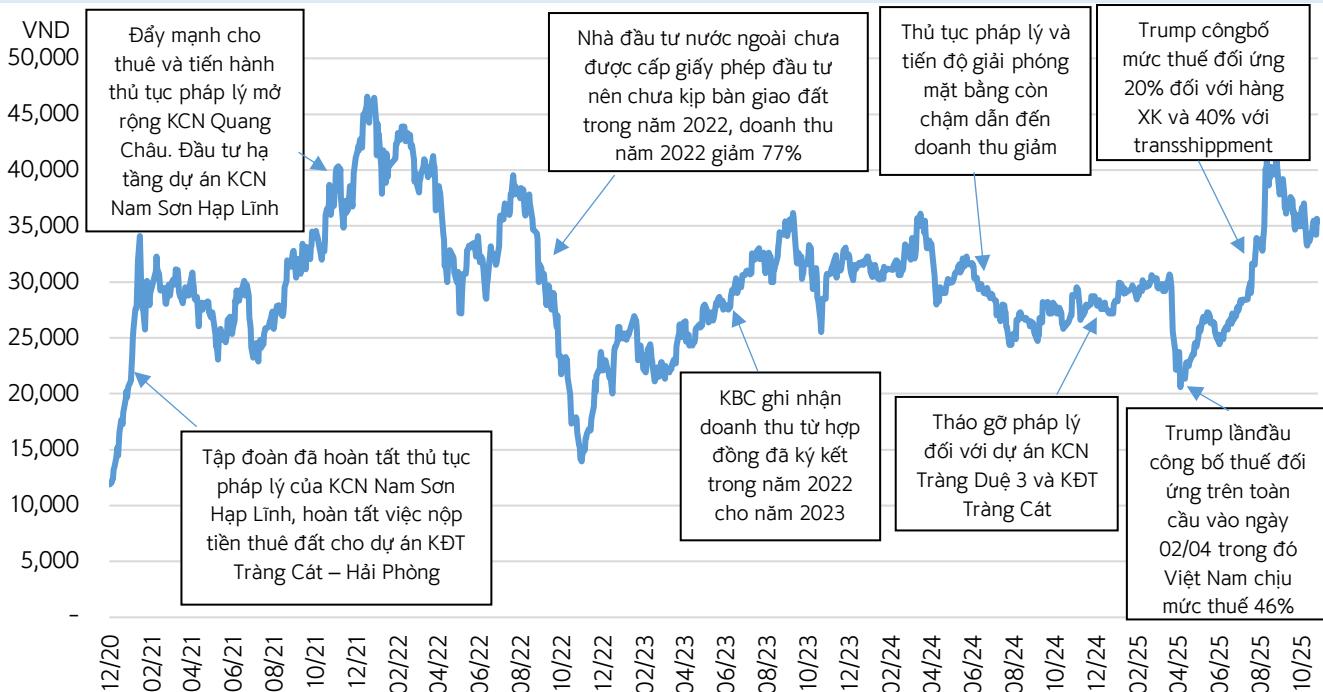


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình



Những sự kiện quan trọng của KBC



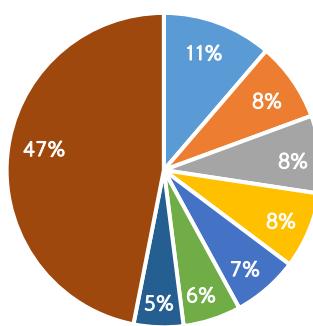
Nguồn: Bloomberg Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

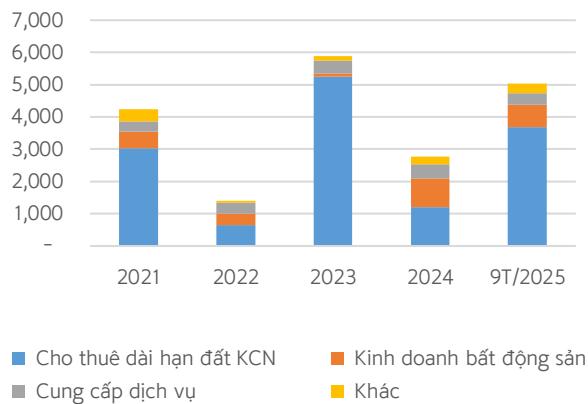
Lịch sử hình thành doanh nghiệp

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 2023, KBC sở hữu quỹ đất lên đến 6,611 ha đất KCN từ Bắc vào Nam.

Cơ cấu cổ đông của KBC



Cơ cấu doanh thu của KBC từ 2018 – 9T/2025 (tỷ đồng)

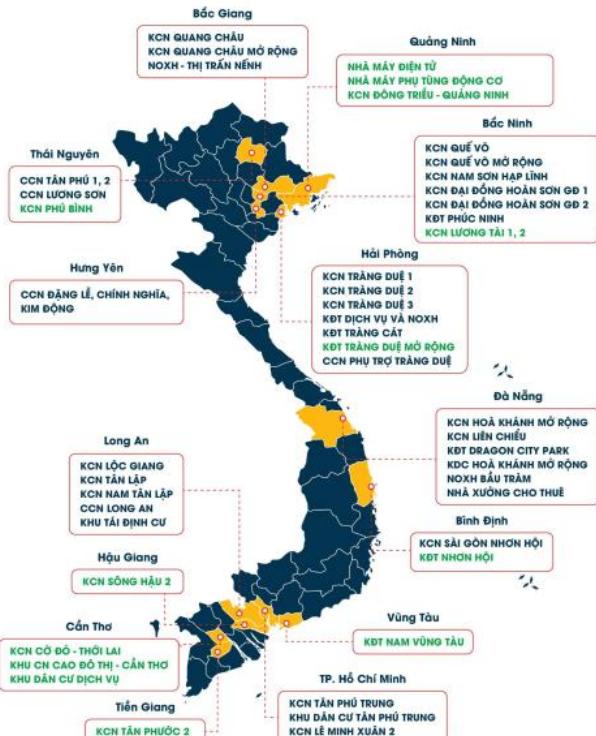


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

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.

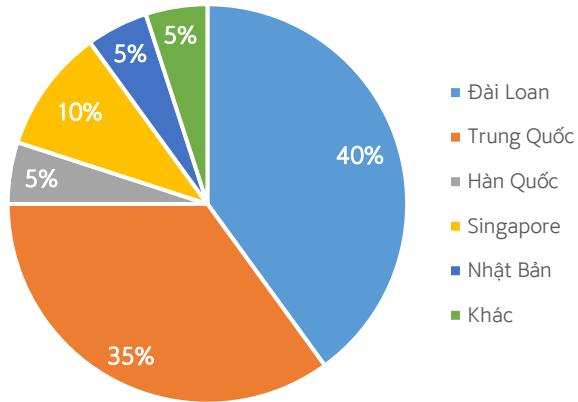
Cơ cấu doanh thu của Kinh Bắc chủ yếu đến từ mảng cho thuê dài hạn đất và cơ sở hạ tầng ở các khu công nghiệp, chiếm từ 50% - 70% trong cơ cấu doanh thu của KBC. Bên cạnh đó mảng kinh doanh bất động sản và mảng cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp chiếm lần lượt khoảng 15% và 10%.

Tổng quan các KCN của KBC năm 2024



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

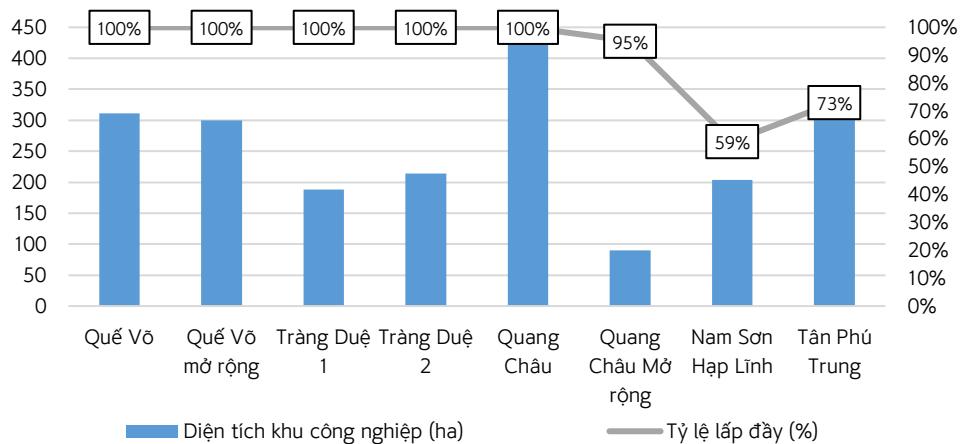
Cơ cấu khách hàng theo quốc gia của KBC trong năm 2024 (%)



Các dự án của KBC phân bố 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 tỷ 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	56,012	59,489	63,883	70,668
Tài sản ngắn hạn	36,075	47,192	50,502	54,730	61,334
Tiền và tương đương tiền	6,566	9,279	9,894	11,171	14,534
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	30,645	31,008	31,839	33,911
Nợ ngắn hạn	7,093	7,107	7,188	7,261	7,363
Khoản phải trả	529	483	506	494	500
Vay và nợ thuê tài chính	371	407	478	556	655
Khác	6,192	6,217	6,204	6,211	6,207
Nợ dài hạn	16,992	23,538	23,819	24,577	26,548
Vay và nợ thuê tài chính	9,741	16,221	16,926	17,709	18,698
Khác	7,251	7,317	6,894	6,869	7,850
Vốn chủ sở hữu	20,645	25,367	28,481	32,045	36,757
Vốn góp chủ sở hữu	7,676	9,418	9,418	9,418	9,418
Tháng dư vốn	2,744	4,485	4,485	4,485	4,485
Lợi nhuận giữ lại	4,811	6,050	9,164	12,728	17,440
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	16,629	17,404	18,265	19,353
*Nợ ròng (tiền)	3,547	7,350	7,510	7,094	4,819

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	7,200	14,090	15,660	19,781
Tăng trưởng(%)	-53%	159%	96%	11%	26%
Giá vốn hàng bán	(1,492)	(3,343)	(6,656)	(7,371)	(9,436)
Lợi nhuận gộp	1,283	3,857	7,434	8,289	10,345
Biên lợi nhuận gộp (%)	46%	54%	53%	53%	52%
Chi phí BH & QLDN	(558)	(710)	(951)	(1,017)	(1,168)
LN từ HDKD	726	3,147	6,483	7,272	9,177
Tăng trưởng(%)	-75%	334%	106%	12%	26%
Biên LN từ HDKD (%)	26%	44%	46%	46%	46%
LN khác	(3)	(544)	(1,028)	(1,132)	(1,290)
Thu nhập tài chính	451	301	171	147	135
Chí phí tài chính	(259)	(710)	(904)	(947)	(999)
Trong đó: Chí phí lãi vay	(269)	(710)	(904)	(947)	(999)
Lợi nhuận ròng từ HDKD khác	(195)	(136)	(296)	(331)	(426)
LNTT	723	2,602	5,455	6,141	7,888
Thuế TNND	(299)	(708)	(1,485)	(1,671)	(2,147)
LNST	423	1,894	3,970	4,469	5,741
Tăng trưởng(%)	-81%	348%	110%	13%	28%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15%	26%	28%	29%	29%
LNST cổ đông công ty mẹ	382	1,710	3,585	4,035	5,183
Lợi ích CĐTS	41	184	386	434	558
LN trước thuế và lãi vay	991	3,312	6,359	7,088	8,887
Tăng trưởng(%)	-70%	234%	92%	11%	25%
Biên LN(%)	36%	46%	45%	45%	45%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,156	3,386	6,440	7,176	8,982
Tăng trưởng(%)	-66%	193%	90%	11%	25%
Biên LN(%)	42%	47%	46%	46%	45%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HDKD	1,152	(6,703)	403	979	2,838
Lợi nhuận ròng	723	2,602	5,455	6,141	7,888
Khấu hao TSCĐ	165	73	81	88	95
(Lãi) từ HD đầu tư	(485)	-	-	-	-
Lãi vay	(2,095)	(710)	(904)	(947)	(999)
Thay đổi vốn lưu động	3,321	(7,638)	(2,161)	(1,950)	(1,115)
Thay đổi khác	(477)	(1,030)	(2,068)	(2,353)	(3,031)
Tiền từ HD 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 HD tài chính	6,447	6,045	304	390	617
Thay đổi vốn cổ phần	1	-	-	-	-
Tiền đi vay/trả nợ	6,446	6,516	775	861	1,088
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	(471)	(471)	(471)	(471)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	5,725	(770)	615	1,277	3,363
Tổng tiền đầu năm	841	6,566	9,279	9,894	11,171
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	6,566	5,796	9,894	11,171	14,534

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

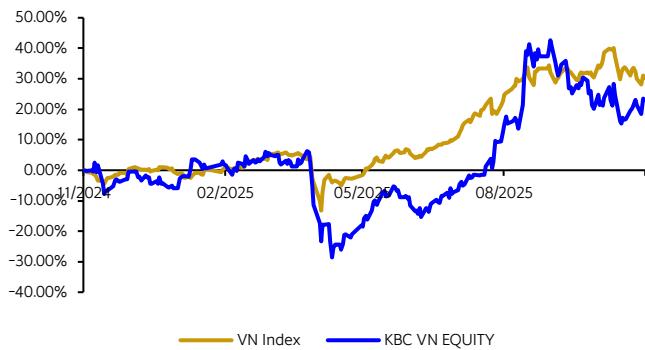
Chỉ số tài chính

Năm	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS (đồng)	498	1,816	3,806	4,285	5,504
BPS (đồng)	24,198	24,720	28,026	31,811	36,814
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
PER (x)	48.99	18.64	8.89	7.90	6.15
PBR (x)	1.01	1.37	1.21	1.06	0.92
EV/EBITDA (x)	22.21	9.42	4.95	4.44	3.55
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0%	2%	2%	2%	1%
Lãi cổ tức (%)	0%	1%	1%	1%	1%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	42%	47%	46%	46%	45%
Biên LN từ HDKD (%)	26%	44%	46%	46%	46%
Biên LNST (%)	15%	26%	28%	29%	29%
ROA (%)	1%	4%	7%	7%	9%
ROE (%)	2%	8%	15%	15%	17%
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	49%	66%	61%	57%	53%
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	307%	217%	117%	99%	54%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	93%	131%	138%	154%	197%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.69	4.66	7.04	7.48	8.90
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	1,714	878	552	521	433
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	1,510	708	398	394	343
Số ngày khoản phải thu (ngày)	118	55	27	25	19

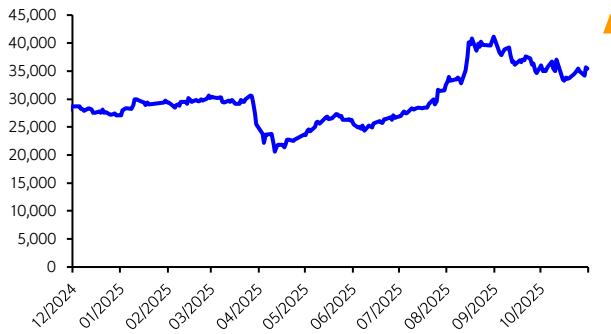
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

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 (VNĐ)	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
28/08/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	43,300	27	2/116
11/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	41,300	40	3/121

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **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%

Ngành

- ♦ **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
- ♦ **TIỀU 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, Yongsan-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

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

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

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

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

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

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