

# TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

## Triển vọng sáng bị làm mờ bởi Trade War 2.0

13/06/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

**KQKD Quý 1/2025 tích cực, hoàn thành 27% kế hoạch LNST**

Quý 1/2025, ghi nhận doanh thu đạt 3,117 tỷ VND (+19,46xYoY) và LNST đạt 849 tỷ VND (+10.07xYoY), tương đương 27% kế hoạch LNST. Kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực chủ yếu là nhờ ghi nhận bàn giao 95ha diện tích KCN, tương đương 2,484 tỷ đồng.

**Tradewar 2.0 làm chậm lại dòng vốn FDI ngành công nghệ, điện tử – tệp khách hàng cốt lõi của KBC**

Chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI ngành công nghệ, thiết bị điện tử – tệp khách hàng cốt lõi của KBC sẽ chững lại trong năm 2025/2026. Tuy vậy, doanh số bàn giao đất trong Quý 1 đã đóng góp đáng kể vào kết quả cả năm 2025, bù đắp cho triển vọng kém tích cực trong các quý còn lại. Chúng tôi dự báo doanh số bàn giao đất cho thuê của KBC giai đoạn 2025/2026 đạt 130ha/80ha (+2.9x YoY/-38% YoY).

**Dự án Trảng Cát đã hoàn thiện việc nộp tiền sử dụng đất**

Trong Quý 1/2025, KBC đã hoàn thiện nộp tiền sử dụng đất với tổng số tiền đã nộp là khoảng 17,794 tỷ đồng (6,854 tỷ đồng được nộp trong Quý 1/2025). Chúng tôi duy trì kỳ vọng dự án Trảng Cát có thể bắt đầu mở bán vào năm 2026, ước tính doanh số bán hàng trong 2026 đạt 20ha, tương đương với 4,152 tỷ đồng.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 27,400 VND/cổ phiếu**

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 27,400 VND/cổ phiếu, cao hơn 11.8% so với mức giá đóng cửa 24,500 VND ngày 13/06/2025.

## Trung lập thay đổi

| Giá mục tiêu                              | VND 27,400 |
|-------------------------------------------|------------|
| Tăng/giảm (%)                             | 11.8%      |
| Giá hiện tại (13/06/2025)                 | VND 24,500 |
| Giá mục tiêu đồng thuận                   | VND 33,500 |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD) | 19,036     |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |                                            |
|------------------------------------|--------------------------------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 67.1%                                      |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 137.2/5.4                                  |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 18.8%                                      |
| Cổ đông lớn                        | Ông Đặng Thành Tâm – Chủ tịch HĐQT (18.1%) |

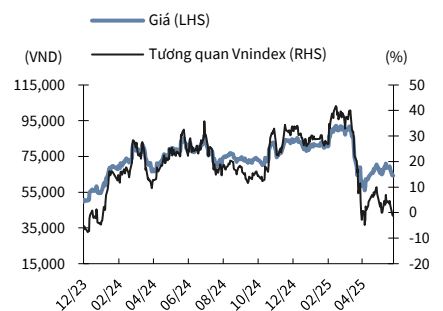
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | YTD   | 3M    | 6M   | 12M   |
|-----------|-------|-------|------|-------|
| Tuyệt đối | -20.8 | -23.7 | -5.1 | -20.8 |
| Tương đối | -25.2 | -24.9 | -4.3 | -25.2 |

### Dự phóng KQKD & định giá

| FY-end                               | 2023  | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)              | 5,618 | 2,776 | 5,055 | 8,154 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)            | 2,874 | 907   | 1,926 | 2,727 |
| Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND) | 2,031 | 426   | 1,338 | 1,856 |
| EPS (VND)                            | 2,646 | 555   | 1,743 | 2,418 |
| Tăng trưởng EPS (%)                  | 33    | -76   | 146   | 147   |
| P/E (x)                              | 12.0  | 49.0  | 14.1  | 10.1  |
| P/B (x)                              | 1.2   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |
| ROE (%)                              | 11    | 3     | 6     | 6     |
| Tỷ suất cổ tức (%)                   | 1     | 0     | 0     | 0     |

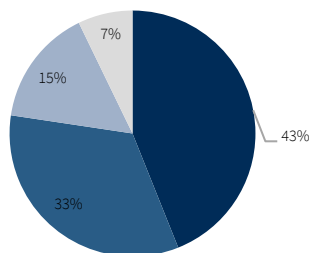
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2024

■ Cho thuê đất KCN & CSHT ■ Chuyển nhượng dự án BĐS ■ Cung cấp dịch vụ ■ Cho thuê kho, NX, Văn phòng ■ Khác



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

KBC là doanh nghiệp hàng đầu trong đầu tư phát triển Bất động sản Khu công nghiệp.

Hiện quỹ đất KCN KBC đang sở hữu là 6,542 ha, chiếm 5.1% quỹ đất KCN của cả nước. Các dự án lớn nhất hiện nay của KBC đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý bao gồm dự án KCN Trảng Duệ 3 và KĐT Trảng Cát.

## Điểm nhấn đầu tư

**Doanh nghiệp BĐS KCN hàng đầu vs quỹ đất gối đầu lớn.** KBC sở hữu quỹ đất lớn 6,542 ha, tập trung chủ yếu ở phía Bắc, thu hút các Tập đoàn toàn cầu lớn như LG, Luxshare, Canon, Gortek.

**Các dự án lớn bắt đầu đóng góp doanh thu.** Năm 2025/2026, KBSV ước tính LNST công ty mẹ lần lượt đạt 1,042/2,125 tỷ đồng (+144%/+104%YoY) nhờ các dự án lớn như KCN Trảng Duệ 3, KCN Hưng Yên, KĐT Trảng Cát bắt đầu đóng góp vào QKĐ

**Tradewar 2.0 tác động tiêu cực.** KBSV dự báo doanh số bàn giao đất KCN cho phần còn lại của 2025 và 2026 sẽ sụt giảm đáng kể do các đối tác có xu hướng tạm dừng đầu tư mới

## Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)        | Dự phóng của KBSV |       | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |       | Chênh lệch |       |
|-----------------|-------------------|-------|-----------------------|-------|----------------------|-------|------------|-------|
|                 | 2025E             | 2026E | 2025E                 | 2026E | 2025E                | 2026E | 2025E      | 2026E |
| Doanh thu       | 5,055             | 8,154 | -7%                   |       | 7,646                | 8,207 | +51%       | -10%  |
| EBIT            | 1,360             | 2,945 | -6%                   |       | 1,091                | 1,240 | -20%       | -50%  |
| LNST công ty mẹ | 1,042             | 2,125 | -8%                   |       | 1,185                | 1,226 | -11%       | -24%  |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá

|                               |            |                                                                                                            |
|-------------------------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kịch bản tích cực             | 33,000 VND | <b>Kịch bản tích cực:</b><br>1) 2025/2026 bàn giao 150/120 ha KCN<br>2) Trảng cát mở bán trong 2026 (30ha) |
| Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu) | 27,600 VND | <b>Kịch bản cơ sở:</b><br>1) 2025/2026 bàn giao 130/80 ha KCN<br>2) Trảng cát mở bán trong 2026 (20ha)     |
| Giá hiện tại                  | 25,300 VND |                                                                                                            |
| Kịch bản tiêu cực             | 21,300 VND | <b>Kịch bản tiêu cực:</b><br>1) 2025/2026 bàn giao 110/60 ha KCN<br>2) Trảng cát mở bán năm 2027 (20ha)    |

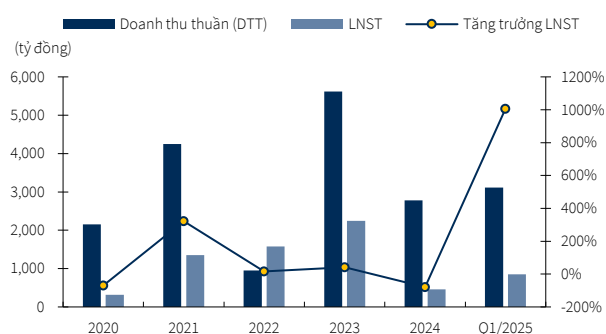
## Hoạt động kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Quý 1/2025 và cả năm 2024**

| (tỷ VND)                              | Q1/2024     | Q1/2025      | +/-%YoY       | 2023         | 2024         | +/-%YoY      | Chú thích                                                                                  |
|---------------------------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>152</b>  | <b>3,117</b> | <b>1,946%</b> | <b>5,618</b> | <b>2,776</b> | <b>-51%</b>  | Hoàn thành 31 kế hoạch Doanh thu hợp nhất năm 2025 (10,000 đồng)                           |
| - Cho thuê đất KCN & CSHT             | 0           | 2,484        | -             | 5,221        | 1,251        | -76%         | Quý 1/2025, ghi nhận bàn giao 95 ha tại KCN Hưng Yên.                                      |
| - Chuyển nhượng dự án BĐS             | 15          | 412          | 2,701%        | 105          | 910          | 768%         |                                                                                            |
| - Cung cấp dịch vụ                    | 138         | 221          | 61%           | 293          | 616          | 110%         |                                                                                            |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>74</b>   | <b>1,209</b> | <b>1,536%</b> | <b>3,695</b> | <b>1,283</b> | <b>-65%</b>  |                                                                                            |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>49%</i>  | <i>39%</i>   | <i>-10pp</i>  | <i>66%</i>   | <i>46%</i>   | <i>-20pp</i> |                                                                                            |
| Thu nhập tài chính                    | 68          | 135          | 99%           | 426          | 451          | 6%           | Ghi nhận lãi tiền gửi 133 tỷ đồng                                                          |
| Chi phí tài chính                     | 54          | 113          | 109%          | 426          | 258          | -39%         |                                                                                            |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK           | (7)         | 45           | 582%          | (8)          | 57           | -811%        | Quý 1/2025, KCN Đại Đồng - Hoàn Sơn đã bàn giao 12ha, chủ đầu tư là SGT (KBC sở hữu 21.5%) |
| SG&A                                  | 114         | 175          | 53%           | 452          | 282          | -38%         |                                                                                            |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>(33)</b> | <b>1,100</b> | <b>3,187%</b> | <b>2,874</b> | <b>907</b>   | <b>-68%</b>  |                                                                                            |
| Lợi nhuận trước thuế                  | (36)        | 1,125        | 2,988%        | 2,891        | 764          | -74%         |                                                                                            |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>             | <b>(77)</b> | <b>849</b>   | <b>1,007%</b> | <b>2,245</b> | <b>460</b>   | <b>-80%</b>  | Hoàn thành 27% kế hoạch LNST hợp nhất của năm (3,200 tỷ đồng)                              |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                | <b>(86)</b> | <b>783</b>   | <b>813%</b>   | <b>2,031</b> | <b>426</b>   | <b>-79%</b>  |                                                                                            |
| <i>Biên LNST</i>                      | <i>-50%</i> | <i>27%</i>   | <i>+78pp</i>  | <i>40%</i>   | <i>17%</i>   | <i>-23pp</i> |                                                                                            |

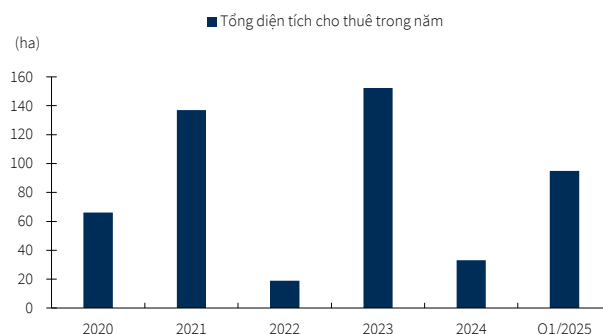
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 1. KQKD giai đoạn 2020 – Q1/2025**



Nguồn: KBC, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh số cho thuê đất 2020 – Q1/2025**



Nguồn: KBC, KBSV

### Tradewar 2.0 tác động tiêu cực đến tập khách hàng cốt lõi của KBC

Dựa trên khảo sát về định hướng của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam (Phụ lục 1), Tradewar 2.0 đang tác động rõ rệt đến Tập khách hàng cốt lõi của KBC, bao gồm các doanh nghiệp công nghệ cao, điện, điện tử. Chúng tôi cho rằng, dòng vốn FDI từ nhóm này có xu hướng chuyển lại và các kế hoạch đầu tư mới sẽ được điều chỉnh linh hoạt, tùy theo chiến lược "đa dạng hóa chuỗi cung ứng" của từng doanh nghiệp. Cụ thể:

- **Nhóm doanh nghiệp đặt nhà máy sản xuất lớn tại Việt Nam (Samsung, LG, Intel)** có xu hướng chuyển dần một phần sản xuất sang các quốc gia khác và tạm dừng các kế hoạch đầu tư mới tại Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp này chủ yếu đang “chờ đợi các động thái rõ ràng hơn từ Mỹ” trước khi có quyết định đầu tư mới;
- **Nhóm doanh nghiệp đã có nhà máy/sản lượng sản xuất lớn tại các quốc gia khác như Ấn Độ, Indo... (Apple và Foxconn),** sẽ tiếp tục duy trì và mở rộng sản xuất tại Việt Nam, nhằm đa dạng chuỗi cung ứng giảm thiểu rủi ro địa chính trị. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, các kế hoạch đầu tư mới sẽ chỉ chắc chắn thực hiện khi những bất định trong Tradewar 2.0 được tháo gỡ;
- **Nhóm doanh nghiệp Trung Quốc (Luxshare và Goertek)** - các nhà cung cấp linh kiện cho Apple. Trước đó, các công ty này đã không mở rộng hoạt động tại Ấn Độ do căng thẳng chính trị giữa Trung Quốc và Ấn Độ. Các công ty này có xu hướng sẽ tiếp tục mở rộng sản xuất tại Việt Nam hoặc dịch chuyển mở rộng sản xuất sang các quốc gia khác Indonesia, Mexico, Philippine...

### Doanh số bàn giao đất trong Quý 1 giúp cân bằng triển vọng kém tích cực cho phần còn lại trong năm 2025

Năm 2025, doanh số bàn giao đất KCN tích cực của KBC trong Quý 1 (95ha) đã đóng góp đáng kể vào kết quả cả năm, bù đắp cho triển vọng kém tích cực trong các quý còn lại. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh số bàn giao đất cho thuê của KBC 2025 đạt 135ha (+2.9x YoY).

Đối với 2 dự án đã ký MOU trong 2025 tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, cụ thể :

- Dự án Luxshare (25ha), lãnh đạo Luxshare cho biết sẽ tiếp tục triển khai kế hoạch đầu tư tại Việt Nam trong năm 2025 ngay cả khi bị áp mức thuế đối ứng cao;
- Dự án với Goertek (35ha), hiện tại công ty chưa đưa ra định hướng cụ thể, do đó chúng tôi không loại trừ khả năng dự án của Goertek có thể trì hoãn cho đến khi những bất định của Tradewar 2.0 được tháo gỡ (chi tiết Phụ lục 1)

### Kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN năm 2026 đạt 80ha

Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuê đất vẫn được đóng góp bởi các dự án/doanh nghiệp hướng tới thị trường ngoài Mỹ và đang tìm kiếm cơ hội đa dạng hóa chuỗi cung ứng. KBSV dự báo doanh số cho thuê đất 2026 đạt 80ha (-38% YoY).

Bên cạnh đó, chúng tôi giảm 3 – 7% giá chào thuê tại các KCN của KBC vì triển vọng kém tích cực của ngành, tương đương doanh thu cho thuê đất KCN năm 2025/2026 đạt lần lượt 3,539 tỷ đồng (196%YoY) và 2544 tỷ đồng (-28% YoY)

**Tiếp tục mở rộng quỹ đất**

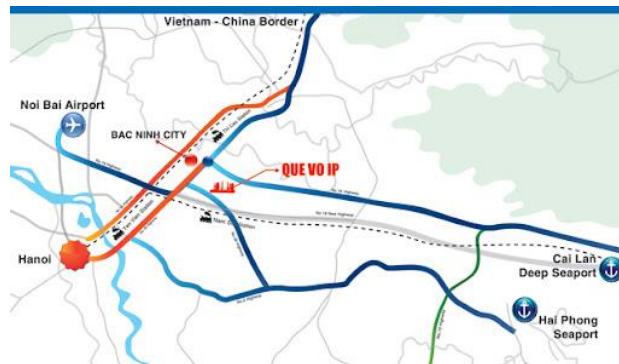
Trong 5T2025, KBC đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư tại 2 dự án mới, bổ sung 375ha vào quỹ đất KCN của KBC, cụ thể:

- **Dự án KCN Kim Thành 2 (GĐ 1 - 234.6ha) – Hải Dương**, được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư vào ngày 22/01/2025;
- **Dự án KCN Quế Võ mở rộng 2 (140.3ha) – Bắc Ninh**, được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư vào ngày 28/04/2025.

Trong 2025/2026, chúng tôi cho rằng KBC sẽ tiếp tục tập trung nguồn vốn vào những dự án trọng điểm khác, đối với các dự án mới, công ty có thể chủ động đẩy mạnh đầu tư khi nhu cầu thuê đất cải thiện tích cực trở lại.

**Biểu đồ 3. KCN Kim Thành Hải Dương**

Nguồn: Tổng hợp

**Biểu đồ 4. KCN Quế Võ**

Nguồn: Tổng hợp

**Bảng 3. Thông tin các dự án KCN chính của KBC**

| Dự án                                   | Vị trí                   | Diện tích thương phẩm (ha) | Tỷ lệ lấp đầy | Giá cho thuê ước tính (USD/m <sup>2</sup> /chu kỳ thuê) | Ghi chú                                                                                              |
|-----------------------------------------|--------------------------|----------------------------|---------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>KCN đang kinh doanh</b>              |                          |                            |               |                                                         |                                                                                                      |
| Nam Sơn Hạp Lĩnh                        | Tiên Du, Bắc Ninh        | 204                        | 58%           | 150                                                     | - Ký 60ha MOU với Goertex và Luxshare                                                                |
| Tân Phú Trung                           | Tân Phú Trung, HCM       | 314                        | 74%           | 180                                                     | - Còn 33ha chưa GPMB.                                                                                |
| <b>KCN đang chuẩn bị thủ tục mở bán</b> |                          |                            |               |                                                         |                                                                                                      |
| Cụm KCN Long An                         | Long An                  | 111                        | 0%            | 150                                                     | Đang thực hiện đền bù và GPMB, chưa được phê duyệt chủ trương đầu tư                                 |
| - Phước Vĩnh Đông 2                     | Phước Vĩnh Đông, Long An | 32                         |               |                                                         |                                                                                                      |
| - Cụm công nghiệp Tân Tập               | Tân Tập, Long An         | 46                         |               |                                                         |                                                                                                      |
| - Phước Vĩnh Đông 4                     | Phước Vĩnh Đông, Long An | 32                         |               |                                                         |                                                                                                      |
| Cụm KCN Hưng Yên                        | Hưng Yên                 | 245                        | 39%           | 130-150                                                 | - Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư<br>- Tiếp tục GPMB, đã hoàn thiện GPMB với 100ha               |
| KCN Long An                             | Long An                  | 1403                       | 0%            | 170-180                                                 |                                                                                                      |
| - Lộc Giang                             |                          | 327                        |               |                                                         | - Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư<br>- Hoàn thiện GPMB với 110ha                                 |
| - Nam Tân Tập                           |                          | 159                        |               |                                                         | - Đã phê duyệt chủ trương đầu tư<br>- Đang thực hiện GPMB, tỷ lệ đền bù GPMB đạt gần 70%             |
| - Tân Tập                               |                          | 461                        |               |                                                         | - Đã được phê duyệt đồ án quy hoạch chung tỷ lệ 1/5000<br>- Cuối 2023 dự án đã đầu tư 348.59 tỷ đồng |

|                  |                     |     |    |         |                                                                                         |
|------------------|---------------------|-----|----|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Tràng Duệ 3      | An Dương, Hải Phòng | 456 | 0% | 150     | - Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư<br>- Hoàn tất GPMB 200 ha đất.<br>- Ký 100ha MOU  |
| Kim Thành 2      | Hải Dương           | 235 | 0% | 130     | - Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư<br>- Tiếp tục GPMB, đã hoàn thiện GPMB với 3.85ha |
| Quế Võ 2 mở rộng | Bắc Ninh            | 140 | 0% | 130-150 | - Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư                                                   |

Nguồn: KBC, KBSV

### Dự án Tràng Cát đã hoàn thiện nộp tiền sử dụng đất

Trong Quý 1/2025, KBC đã hoàn thiện nộp tiền sử dụng đất với tổng số tiền đã nộp là khoảng 17,794 tỷ đồng (6,854 tỷ đồng được nộp trong Quý 1/2025). Công ty đang tiếp tục hoàn thiện san lấp và xây dựng phần cơ sở hạ tầng của dự án. Chúng tôi duy trì kỳ vọng dự án Tràng Cát có thể bắt đầu mở bán vào năm 2026, ước tính doanh số bán hàng trong 2026 đạt 20ha, tương đương với 4,152 tỷ đồng.

### Trở thành cầu nối chiến lược cho mối quan hệ Chính trị giữa Việt Nam và Mỹ

Dự án Trump International Hưng Yên do The Trump Organization hợp tác với KBC được Thủ tướng Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 15/05/2025. Với quy mô khoảng 990ha, tổng vốn đầu tư của dự án 39,800 tỷ đồng, tương đương hơn 1.5 tỷ USD. Dự án đã bắt đầu khởi công vào 21/05/2025. Dự kiến, dự án này sẽ chưa đóng góp vào KQKD của KBC trong giai đoạn 2025/2026.

Thời gian triển khai dự kiến: từ Q2/2025 đến Q2/2029

Các phân khu: bao gồm sân golf quốc tế 54 hố (36 + 18 hố, chiếm ~240 ha), biệt thự cao cấp, resort, khu đô thị thương mại, công viên chủ đề và 7,3 ha đất nhà ở xã hội

#### Biểu đồ 5. Dự án Trump International



Nguồn: KBC

### Kế hoạch phát hành riêng lẻ kỳ vọng được thực hiện trong 2025

KBC dự kiến phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho NĐT chuyên nghiệp. Nếu phát hành thành công, KBC kỳ vọng sẽ thu về 6,250 tỷ VND. Trong tháng 3/2025, UBCK đã tiếp nhận đầy đủ hồ sơ đăng ký, công ty kỳ vọng có thể hoàn thành kế hoạch này trong 2025. Theo kế hoạch, số tiền huy động được dự kiến chủ yếu dùng để tái cơ cấu các khoản nợ của công ty đối với CTCP KCN Sài Gòn – Bắc Giang và CTCP Tập đoàn Đầu tư & Phát triển Hưng Yên. Phần còn lại, công ty dự kiến sẽ dùng để bổ sung/mở rộng vốn lưu động và tái cơ cấu nợ vay đối với ngân hàng.

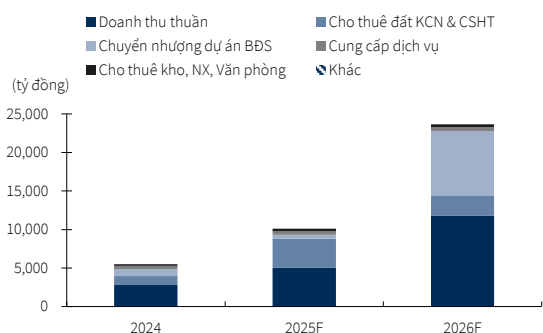
## Dự phóng KQKD & Định giá

**Bảng 4. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VNĐ)                              | 2024         | 2025F        | +/-%YoY     | 2026F        | +/-%YoY     | Chú thích                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                      | <b>2,776</b> | <b>5,055</b> | <b>82%</b>  | <b>8,154</b> | <b>61%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Cho thuê đất KCN & CSHT               | 1,195        | 3,762        | 215%        | 2,527        | -33%        | - Năm 2025, bàn giao 130ha đất KCN, bao gồm: KCN Hưng Yên (95ha), KCN NSHL (25ha) – dự án Luxshare, KCN Trảng Duệ 3 (10ha)<br>- Năm 2026, bàn giao 80 ha đất KCN, bao gồm: KCN NSHL (35ha) – dự án Gorterk, KCN Trảng Duệ (20ha), KCN Hưng Yên (20ha), KCN Quang Châu mở rộng (5ha) |
| Chuyển nhượng dự án KĐT               | 910          | 484          | -47%        | 4,746        | 881%        | - Năm 2025, tiếp tục ghi nhận doanh thu tại dự án NOXH TT Nếnh (4.1 ha)<br>- Năm 2026, dự án KĐT Trảng Cát đóng góp doanh thu chính, kỳ vọng ghi nhận bàn giao 20ha diện tích, đóng góp 4,152 tỷ đồng vào doanh thu                                                                 |
| Cung cấp dịch vụ                      | 420          | 470          | 12%         | 495          | 5%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Cho thuê kho, NX, Văn phòng           | 196          | 339          | 73%         | 386          | 14%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>1,284</b> | <b>2,018</b> | <b>57%</b>  | <b>3,638</b> | <b>80%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>46%</i>   | <i>40%</i>   | <i>-6pp</i> | <i>45%</i>   | <i>+5pp</i> |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Thu nhập tài chính                    | 451          | 514          | 14%         | 521          | 1%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chi phí tài chính                     | 258          | 383          | 48%         | 472          | 23%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK           | 57           | 63           | 10%         | 70           | 10%         | - Ghi nhận lợi nhuận từ SGT (KBC sở hữu 21.5%), bàn giao cho thuê KCN Đại Đồng – Hoàn Sơn                                                                                                                                                                                           |
| SG&A                                  | 627          | 657          | 5%          | 693          | 6%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>907</b>   | <b>1,555</b> | <b>71%</b>  | <b>3,064</b> | <b>97%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Lợi nhuận trước thuế                  | 764          | 1,555        | 104%        | 3,064        | 97%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Lợi nhuận sau thuế                    | 460          | 1,244        | 171%        | 2,451        | 97%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                | <b>426</b>   | <b>1,042</b> | <b>144%</b> | <b>2,125</b> | <b>104%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <i>Biên LNST</i>                      | <i>17%</i>   | <i>25%</i>   | <i>+8pp</i> | <i>30%</i>   | <i>+5pp</i> |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

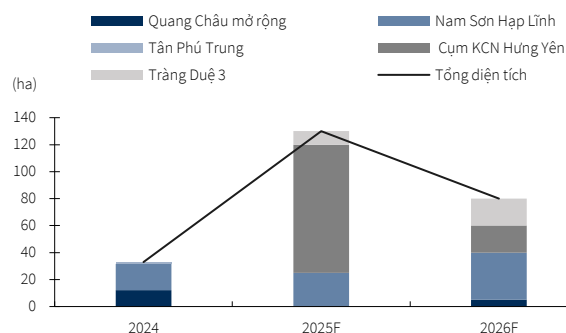
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 5. Dự phóng doanh thu 2024 – 2026F**



Nguồn: KBC, KBSV dự phóng

**Biểu đồ 6. Dự phóng doanh số cho thuê đất KCN 2024 – 2026F**



Nguồn: KBC, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP – Giá mục tiêu: 27,400VNĐ/cổ phiếu**

Mặc dù chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng tăng trưởng trong dài hạn của cổ phiếu KBC do đây là doanh nghiệp phát triển BĐS KCN hàng đầu tại Việt Nam với quỹ đất gối đầu lớn, tọa lạc tại những vị trí đắc địa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những rủi ro bất định trong Tradewar 2.0 sẽ gây tác động đáng kể đối với KQKD của KBC trong phần còn lại của năm 2025 và cả năm 2026.

Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho cổ phiếu KBC là 27,400 VND/cổ phiếu, cao hơn 11.8% so với giá đóng cửa ngày 13/06/2025. Giá mục tiêu thay đổi so với báo cáo trước đó, do: (1) điều chỉnh triển vọng bàn giao đất KCN vì ảnh hưởng của Tradewar 2.0; (2) dự báo xu hướng giá cho thuê đất KCN sẽ giảm từ 3 - 7% trong giai đoạn 2025 – 2028

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu 27,400VNĐ/cổ phiếu.

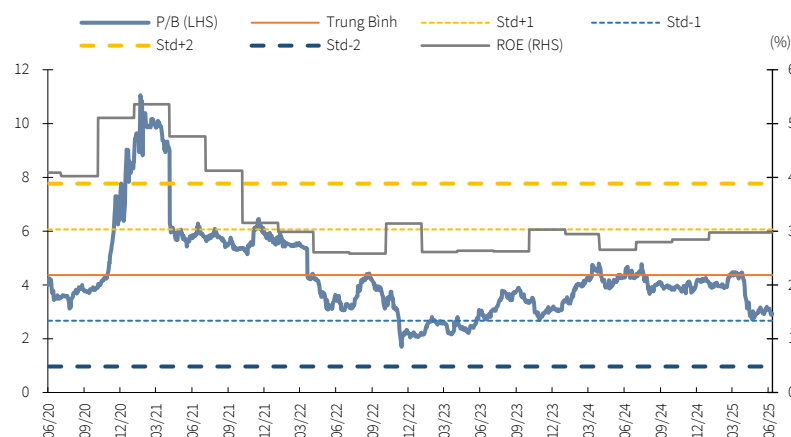
**Bảng 5. Định giá cổ phiếu KBC**

| Định giá                                     | Phương pháp | TLSH | Project NPV | Giá trị cho KBC (tỷ VND) |
|----------------------------------------------|-------------|------|-------------|--------------------------|
| <b>Khu công nghiệp</b>                       |             |      |             | <b>11,731</b>            |
| Quang Châu mở rộng                           | DCF         | 88%  | 87          | 76                       |
| Nam Sơn Hạp Lĩnh                             | DCF         | 100% | 822         | 822                      |
| Tân Phú Trung                                | DCF         | 72%  | 1,094       | 793                      |
| Cụm KCN PVD - Long An                        | DCF         | 83%  | 1,548       | 1,282                    |
| KCN Long An                                  | DCF         | 60%  | 6,853       | 4,128                    |
| Cụm KCN Hưng Yên                             | DCF         | 69%  | 3,458       | 2,376                    |
| Tràng Duệ 3                                  | DCF         | 87%  | 2,604       | 2,253                    |
| <b>Khu đô thị</b>                            |             |      |             | <b>18,415</b>            |
| Phước Ninh                                   | DCF         | 100% | 1,077       | 1,077                    |
| Tràng Duệ                                    | DCF         | 87%  | 199         | 172                      |
| Tràng Cát                                    | DCF         | 100% | 17,166      | 17,166                   |
| Khác (NOXH)                                  | DCF         |      | 37          | 29                       |
| <b>Tổng NAV các dự án</b>                    |             |      |             | <b>30,147</b>            |
| (+) Tiền, tương đương tiền + Đầu tư ngắn hạn |             |      |             | 8,461                    |
| (-) Vay nợ ròng                              |             |      |             | 17,589                   |
| <b>RNAV</b>                                  |             |      |             | <b>21,019</b>            |
| SLCP lưu hành                                |             |      |             | 767,604,759              |
| <b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>                |             |      |             | <b>27,400</b>            |
| Giá hiện tại (13/06/2025) (VND)              |             |      |             | 24,500                   |
| Tổng mức sinh lời                            |             |      |             | 11.8%                    |

Nguồn: KBC, KBSV

Biểu đồ 7. P/B và ROE của KBC giai đoạn 2020-2025

Cổ phiếu KBC hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 0.97x, tương đương với đường -1st P/B trung bình 5 năm.



Nguồn: KBSV

Phụ lục 1. Thống kê khảo sát định hướng một số doanh nghiệp FDI lớn có thị trường xuất khẩu sang Mỹ

|                | Ngành Nghề                    | Định hướng                                                                                                                                                                                                                                    | Kế hoạch mở nhà máy mới (2025)                                                            | Chuỗi cung ứng                                                                           |                                                   |                                                                                                                 |                                                                                                                                                                      |
|----------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                |                               |                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                           | Sản xuất                                                                                 |                                                   | Xuất khẩu                                                                                                       |                                                                                                                                                                      |
|                |                               |                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                           | Việt Nam                                                                                 | Ấn Độ                                             | Các quốc gia khác                                                                                               | Thị trường Mỹ                                                                                                                                                        |
| Sailun         | Lốp xe                        | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Tạm dừng đầu tư mới tại Việt Nam                                                                                                                                                                                | - Kế hoạch mở rộng nhà máy (200USD) dự kiến đầu tư trong Quý 1/2025 vẫn tiếp tục trì hoãn | - Khoảng hơn 80% giá trị xuất khẩu được sản xuất tại Việt Nam                            | Không có                                          | - Mở rộng nhà máy sang Indonesia từ 2024<br>- Mở rộng nhà máy sang Mexico (khởi công t5/2025 - theo S&P Global) | 30% sản lượng của Sailun Việt Nam xuất khẩu trực tiếp sang Mỹ                                                                                                        |
| Nike           | Giày - Dép, Quần áo           | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Xem xét dịch chuyển đơn hàng: Đưa ra kế hoạch từ báo cáo "Supply Chain Risk - 2024": chủ động thay đổi nguồn cung cấp giữa các quốc gia dựa trên chi phí, chính sách thương mại, thuế quan và các yếu tố rủi ro | Không có                                                                                  | - 50% sản lượng giày; 28% sản lượng quần áo sản xuất tại Việt Nam                        | - 18% sản lượng giày dép sản xuất tại Ấn Độ       | - 9% sản lượng giày dép tại Bangladesh                                                                          | - Nike hiện sản xuất 50% giày và 28% trang phục tại Việt Nam<br>- Theo USITC và Reuters, trên 40-45% sản phẩm giày Nike sản xuất tại Việt Nam được xuất khẩu sang Mỹ |
| VF Corporation | Hàng may mặc                  | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Xem xét dịch chuyển đơn hàng: Đưa ra định hướng kế hoạch trong báo cáo "Strategies and Supply Chain - 2024": chủ động tăng nguồn nhập khẩu từ Indonesia, Mexico, Campuchia                                      | Không có                                                                                  | - 11.5% sản lượng quần áo sản xuất tại Việt Nam                                          | - 5.5% sản lượng quần áo sản xuất tại Ấn Độ       | - 9% sản lượng sản xuất quần áo tại Bangladesh<br>- Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc  | - Gần 30% tổng lượng sản phẩm của VF toàn cầu được sản xuất tại Việt Nam (Shenglufashion)<br>- Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của VF corporation                |
| PouYuen        | Hàng may mặc                  | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Chủ động đầu tư vào Indonesia, Myanmar, Bangladesh và Ấn Độ giai đoạn 2022 - 2024                                                                                                                               | Không có                                                                                  | - 33% tổng sản lượng giày dép                                                            |                                                   | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc                                                    | - Cung cấp chính cho Nike và Adidas                                                                                                                                  |
| LG             | Điện thoại, linh kiện điện tử | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Tạm dừng đầu tư mới tại Việt Nam<br>- Mở rộng đầu tư tại Ấn Độ (nhà máy Nhà máy tại Sri City - 600 triệu USD tại Ấn Độ)                                                                                         | - Tạm dừng kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất tại Hải Phòng                                 | - Gần 50% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam                                                  | - 1- 5% giá trị xuất khẩu từ Ấn Độ                | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc, Hàn Quốc, Indonesia                               | - Hơn 80% sản phẩm LG sản xuất tại Việt Nam<br>- Mỹ là thị trường lớn nhất của LG với các dòng TV, thiết bị gia dụng và linh kiện điện tử.                           |
| Samsung        | Điện thoại, linh kiện điện tử | - Chờ mức thuế cuối cùng<br>- Samsung đang xem xét chuyển một phần sản xuất điện thoại thông minh và thiết bị điện tử từ Việt Nam sang Ấn Độ, thông                                                                                           | - Chưa có thông tin mới về nhà máy OLED tại Việt Nam dự kiến đầu tư trong 2025            | - Việt Nam là trung tâm sản xuất chính của Samsung, chiếm khoảng 60% tổng sản lượng điện | - 2023, Samsung xuất khẩu khoảng 4,09 tỷ USD điện | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc, Hàn Quốc, Indonesia                               | - Khoảng 20-30% doanh thu từ thị trường Mỹ                                                                                                                           |

| tin được đưa ra từ cuộc thảo luận diễn ra với các nhà sản xuất dịch vụ điện tử (EMS) Ấn Độ |                                           |                                                                     |                                                                                                                                                                             | thoại di động toàn cầu của công ty                       | thoại từ Ấn Độ                                       |                                                                                   |                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Intel (thuộc Transsion Holdings)                                                           | Điện thoại, linh kiện điện tử             | - Chờ mức thuế cuối cùng                                            | Không có                                                                                                                                                                    | - Khoảng 50% giá trị xuất khẩu được sản xuất từ Việt Nam | - 1-5% giá trị xuất khẩu từ Ấn Độ                    | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Mỹ, Trung Quốc                  | - Doanh thu thị trường Mỹ chiếm khoảng 25% doanh thu toàn cầu                       |
| Foxcom                                                                                     | Thiết bị, linh kiện điện tử               | - Tiếp tục đầu tư mở rộng tại Việt Nam                              | Không có                                                                                                                                                                    | - 1-5% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam                     | - Trên 80% giá trị xuất khẩu từ Ấn Độ                | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc, Đài Loan, Indonesia | - Thị trường Mỹ chiếm khoảng 50% giá trị xuất khẩu                                  |
| GoerTek                                                                                    | Thiết bị, linh kiện điện tử               | - Tiếp tục đầu tư mở rộng tại Việt Nam                              | - Dự án mở rộng sản xuất tại nghe, linh kiện âm thanh tại Bắc Giang, tăng thêm 280 triệu USD vốn đầu tư để đáp ứng đơn hàng Apple, Meta.                                    | - 70% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam                      | - Công xuất nhà máy tại Ấn Độ chiếm tỷ trọng rất nhỏ | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc                      | - Đối tác lớn nhất là Apple, Mỹ chiếm gần 50% giá trị xuất khẩu                     |
| Amkor Technology                                                                           | Thiết bị, linh kiện điện tử, chất bán dẫn | - Tiếp tục đầu tư mở rộng tại Việt Nam, hướng đến thị trường Châu Á | - Giai đoạn 2 dự án nhà máy đóng gói bán dẫn tại Yên Phong (Bắc Ninh), vốn đầu tư thêm ~500 triệu USD, đưa Việt Nam thành "hub" đóng gói chip xuất khẩu toàn cầu của Amkor. | - 1- 5% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam                    | - Không có nhà máy tại Ấn Độ                         | - Hơn 70% giá trị xuất khẩu từ Philippine                                         | - Giá trị xuất khẩu sang Mỹ nhỏ<br>- Hầu như hướng tới các thị trường Châu Á và Đức |
| Luxshare                                                                                   | Thiết bị, linh kiện điện tử, chất bán dẫn | - Tiếp tục đầu tư mở rộng tại Việt Nam                              | - Luxshare tiếp tục đầu tư thêm 330 triệu USD vào nhà máy tại Bắc Giang, nâng tổng vốn đầu tư lên 504 triệu USD                                                             | - Hơn 50% giá trị xuất khẩu từ Việt Nam                  | - Không có nhà máy tại Ấn Độ                         | - Phần công suất sản xuất còn lại chủ yếu đặt tại Trung Quốc                      | - Đối tác lớn nhất Apple, Mỹ chiếm khoảng 30% giá trị xuất khẩu                     |

Nguồn: International Trade Center (Tradedataplus), KBSV tổng hợp

| Báo cáo Kết quả HDKD                                         |        |        |        |        |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (Tỷ VNĐ)                                                     | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| (Bảo cáo chuẩn)                                              |        |        |        |        |
| Doanh số thuần                                               | 5,618  | 2,776  | 5,055  | 8,154  |
| Giá vốn hàng bán                                             | 1,923  | 1,492  | 3,037  | 4,516  |
| Lãi gộp                                                      | 3,695  | 1,283  | 2,018  | 3,638  |
| Thu nhập tài chính                                           | 426    | 451    | 514    | 521    |
| Chi phí tài chính                                            | 426    | 258    | 383    | 472    |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | 380    | 268    | 322    | 426    |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | -8     | 57     | 63     | 70     |
| Chi phí bán hàng                                             | 354    | 98     | 152    | 204    |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | 458    | 529    | 505    | 489    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | 2,874  | 907    | 1,555  | 3,064  |
| Thu nhập khác                                                | 22     | 49     | 0      | 0      |
| Chi phí khác                                                 | 6      | 193    | 0      | 0      |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 17     | -143   | 0      | 0      |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | 2,187  | -8     | 57     | 63     |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 2,891  | 764    | 1,555  | 3,064  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | 646    | 304    | 311    | 613    |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 2,245  | 460    | 1,244  | 2,451  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | 214    | 34     | 202    | 326    |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                         | 2,031  | 426    | 1,042  | 2,125  |
|                                                              |        |        |        |        |
| Chỉ số hoạt động                                             | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 65.8%  | 46.2%  | 39.9%  | 44.6%  |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 53.7%  | 29.5%  | 30.2%  | 38.3%  |
| Tỷ suất EBIT                                                 | 51.3%  | 23.7%  | 26.9%  | 36.1%  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 51.5%  | 27.5%  | 30.8%  | 37.6%  |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                                     | 51.2%  | 32.7%  | 30.8%  | 37.6%  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 40.0%  | 16.6%  | 24.6%  | 30.1%  |
|                                                              |        |        |        |        |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ                                   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| (Tỷ VNĐ)                                                     |        |        |        |        |
| Lãi trước thuế                                               | 2,891  | 764    | 1,555  | 3,064  |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 133    | 161    | 169    | 180    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | -415   | -475   | 0      | 0      |
| Chi phí lãi vay                                              | 422    | 275    | 322    | 426    |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 3,094  | 701    | 2,046  | 3,670  |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | 563    | -2,311 | -916   | 1,293  |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | 396    | -1,648 | -7,516 | -88    |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | -535   | 7,108  | 989    | -2,471 |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | -8     | -23    | 0      | 0      |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác        | -507   | -3,095 | -787   | -874   |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 3,002  | 731    | -6,185 | 1,531  |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -1,251 | -156   | -122   | -184   |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -1,414 | -8,037 | 0      | 0      |
| Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ             | 1,637  | 7,775  | 0      | 0      |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | -69    | -1,213 | 0      | 0      |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá    | 1,174  | 0      | 0      | 0      |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được                                 | 75     | 245    | 0      | 0      |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                  | 153    | -1,386 | -122   | -184   |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                    | 130    | 1      | 0      | 0      |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 1,068  | 9,339  | 9,957  | 2,337  |
| Tiến trả các khoản đi vay                                    | -5,065 | -2,960 | -3,515 | -5,091 |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Cổ tức đã trả                                                | -130   | 0      | 0      | 0      |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | -3,997 | 6,380  | 6,443  | -2,754 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | -842   | 5,725  | 135    | -1,408 |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 1,683  | 841    | 6,566  | 6,701  |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 841    | 6,566  | 6,701  | 5,294  |

| Bảng cân đối kế toán                  |             |        |        |        |
|---------------------------------------|-------------|--------|--------|--------|
| (Tỷ VNĐ)                              | 2023        | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| (Bảo cáo chuẩn)                       |             |        |        |        |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN                     | 33,434      | 44,765 | 53,441 | 50,667 |
| TÀI SẢN NGẮN HẠN                      | 25,029      | 34,339 | 43,060 | 40,282 |
| Tiền và tương đương tiền              | 841         | 6,566  | 6,701  | 5,294  |
| Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 1,864       | 1,858  | 1,858  | 1,858  |
| Các khoản phải thu                    | 9,663       | 11,547 | 12,463 | 11,170 |
| Hàng tồn kho, ròng                    | 12,219      | 13,867 | 21,383 | 21,471 |
| TÀI SẢN DÀI HẠN                       | 8,405       | 10,427 | 10,380 | 10,385 |
| Phải thu dài hạn                      | 1,532       | 3,131  | 3,131  | 3,131  |
| Tài sản cố định                       | 449         | 408    | 387    | 391    |
| Tài sản dở dang dài hạn               | 427         | 711    | 718    | 728    |
| Đầu tư dài hạn                        | 4,777       | 4,859  | 4,859  | 4,859  |
| Lợi thế thương mại                    | 0           | 0      | 0      | 0      |
| NỢ PHẢI TRẢ                           | 13,213      | 24,084 | 31,515 | 26,290 |
| Nợ ngắn hạn                           | 6,579       | 7,404  | 7,785  | 7,703  |
| Phải trả người bán                    | 436         | 528    | 528    | 528    |
| Người mua trả tiền trước              | 553         | 758    | 758    | 758    |
| Vay ngắn hạn                          | 337         | 368    | 759    | 677    |
| Nợ dài hạn                            | 6,635       | 16,680 | 23,730 | 18,587 |
| Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 0           | 0      | 0      | 0      |
| Người mua trả tiền trước dài hạn      | 0           | 0      | 0      | 0      |
| Doanh thu chưa thực hiện              | 4           | 38     | 38     | 38     |
| Vay dài hạn                           | 3,322       | 9,745  | 15,796 | 13,124 |
| VỐN CHỦ SỞ HỮU                        | 20,221      | 20,682 | 21,926 | 24,377 |
| Vốn góp                               | 7,676       | 7,676  | 7,676  | 7,676  |
| Thặng dư vốn cổ phần                  | 2,744       | 2,744  | 2,744  | 2,744  |
| Lãi chưa phân phối                    | 7,754       | 3,893  | 5,361  | 7,486  |
| Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác    | 0           | 0      | 0      | 0      |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 0           | 0      | 0      | 0      |
|                                       |             |        |        |        |
| Chỉ số chính                          | (x, %, VNĐ) |        |        |        |
|                                       |             |        |        |        |
| Chỉ số định giá                       |             |        |        |        |
| P/E                                   | 12.0        | 49.0   | 18.1   | 8.8    |
| P/E pha loãng                         | 12.0        | 49.0   | 18.1   | 8.8    |
| P/B                                   | 1.2         | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| P/S                                   | 4.3         | 7.5    | 3.7    | 2.3    |
| P/Tangible Book                       | 1.2         | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| P/Cash Flow                           | 8.1         | 28.6   | -3.0   | 12.3   |
| Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 9.0         | 29.9   | 18.7   | 8.7    |
| Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 9.4         | 37.2   | 21.1   | 9.3    |
|                                       | 0.0         | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Hiệu quả quản lý                      | 0.0         | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROE%                                  | 0.1         | 0.0    | 0.1    | 0.1    |
| ROA%                                  | 0.1         | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROIC%                                 | 0.1         | 0.0    | 0.0    | 0.1    |
|                                       |             |        |        |        |
| Cấu trúc tài chính                    |             |        |        |        |
| Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 0.1         | 0.9    | 0.9    | 0.7    |
| Tỷ suất thanh toán nhanh              | 1.9         | 2.7    | 2.7    | 2.4    |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 3.8         | 4.6    | 5.5    | 5.2    |
| Vốn vay dài hạn/Vốn CSH               | 0.2         | 0.5    | 0.7    | 0.5    |
| Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản          | 0.1         | 0.2    | 0.3    | 0.3    |
| Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.0         | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.0         | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.3         | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.2         | 0.2    | 0.1    | 0.1    |
| Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.3         | 0.3    | 0.3    | 0.2    |
| Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.5         | 0.7    | 0.7    | 0.5    |
|                                       |             |        |        |        |
| Chỉ số hoạt động                      |             |        |        |        |
| Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 0.5         | 0.3    | 0.4    | 0.7    |
| Hệ số quay vòng HTK                   | 0.2         | 0.1    | 0.2    | 0.2    |
| Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 4.1         | 5.2    | 7.3    | 9.1    |

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

### Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

#### Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

#### Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

#### Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

#### Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

#### Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

#### Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Nguyên vật liệu

#### Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

#### Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

#### Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

#### Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

#### Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

#### Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

#### Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

| Tích cực:                | Trung lập:         | Tiêu cực:          |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.