



# Cập nhật KBC – TRUNG LẬP

**Ngày 22/08/2025**

---



### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

### Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

**TRUNG LẬP**

HOSE: KBC

Bất động sản

Giá hiện tại (VND) 39.750

Giá mục tiêu (VND) 42.100

Tỷ lệ tăng giá 5,9%

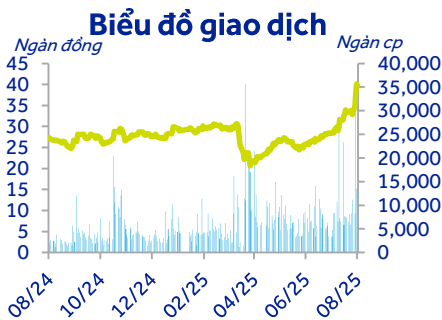
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 5,9%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

|           | YTD  | 1T   | 3T   | 12T  |
|-----------|------|------|------|------|
| Tuyệt đối | 50,0 | 40,2 | 50,3 | 45,6 |
| Tương đối | 18,8 | 26,4 | 22,1 | 11,7 |

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| CTCP Đầu tư & Phát triển DTT  | 9,19% |
| CTCP Tư vấn & Đầu tư Kinh Bắc | 7,24% |
| Đặng Thành Tâm (Chủ tịch)     | 5,53% |

### Thông kê

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| <b>Mã Bloomberg</b>         | <b>KBC VN</b>   |
| Thấp/Cao 52 tuần (VND)      | 20.050 – 42.000 |
| SL lưu hành (triệu cp)      | 942             |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 38.424          |
| Vốn hóa (triệu USD)         | 1.447           |
| Room khối ngoại còn lại (%) | 34,1            |
| Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) | 70,0            |
| KLGD TB 3 tháng (cp)        | 7.805.482       |
| VND/USD                     | 26.562          |
| Index: VNIndex / HNX        | 1645,47/272,48  |

## TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC VN)

KQKD 6T2025 tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ bàn giao đất tại các cụm công nghiệp ở tỉnh Hưng Yên. Do rủi ro chung từ thuế quan của Mỹ đã hạ nhiệt nên chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng năm 2025 bằng cách tăng diện tích đất bàn giao tại các cụm công nghiệp ở tỉnh Hưng Yên và giảm tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN trên doanh thu. Giá mục tiêu cuối năm 2025 được điều chỉnh tăng 29% lên 42.100 đồng/cổ phiếu chủ yếu nhờ bổ sung thêm 5 KCN mới được phê duyệt vào mô hình định giá. Thay đổi khuyến nghị từ Khả quan sang Trung lập do giá cổ phiếu đã tăng 38% kể từ báo cáo cập nhật tháng 2/2025.

**KBC công bố KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2025** với doanh thu đạt 3.696 tỷ đồng (+254% svck) và LNST đạt 1.248 tỷ đồng (+537% svck), chủ yếu nhờ:

(1) Doanh thu mảng khu công nghiệp (KCN) tăng trưởng gấp 5 lần svck, đạt 2.803 tỷ đồng, nhờ diện tích đất công nghiệp được bàn giao tăng lên, đạt 85,7 ha chủ yếu tại các cụm công nghiệp (CCN) ở tỉnh Hưng Yên so với 15,3 ha được bàn giao trong 6T2024.

(2) Thuế suất thực tế giảm từ 44,0% xuống 24,6%

**Trong 6T2025, KBC được chấp thuận chủ trương đầu tư 5 KCN mới (Kim Thành 2, Quế Võ 2 mở rộng, Sông Hậu 2, Bình Giang và Phú Bình) với tổng diện tích là 1.578 ha.** Do đó, tổng diện tích KCN của KBC tăng lên hơn 6.400 ha và diện tích thương phẩm còn lại tăng lên 2.882 ha, thuộc nhóm cao nhất trong ngành bất động sản KCN. Công ty đã khởi công xây dựng KCN Tràng Duệ 3 (653 ha tại Hải Phòng) vào tháng 5/2025 và ký kết biên bản ghi nhớ (MOU) cho thuê khoảng 30 ha với 4 nhà đầu tư.

Sau gần 4 tháng đàm phán, Mỹ đã đồng ý giảm thuế đối ứng với Việt Nam từ 46% xuống mức 20%, tương đương với hầu hết các nước ASEAN và thấp hơn Trung Quốc, Ấn Độ, Lào và Myanmar. Mối lo ngại chính hiện nay là mức thuế 40% đối với hàng trung chuyển nhằm ngăn chặn hàng hóa Trung Quốc sử dụng Việt Nam làm "trung tâm trung chuyển" để xuất khẩu sang Mỹ trong khi đó chính phủ Mỹ vẫn chưa đưa ra định nghĩa rõ ràng về "quy tắc xuất xứ". Tuy nhiên, **chúng tôi cho rằng rủi ro chung đã giảm kể từ tháng 4/2025 và những lợi thế cơ bản của Việt Nam (ví dụ như tình hình chính trị ổn định, chi phí lao động cạnh tranh, chi phí điện cạnh tranh, số lượng FTA đã ký kết) dự kiến sẽ tiếp tục nâng cao sức hút FDI của Việt Nam trong dài hạn.** Do đó, chúng tôi điều chỉnh diện tích cho thuê năm 2025 tăng 90% lên 141 ha, tương đương 73% kế hoạch của công ty.

|                       | 2022   | 2023   | 2024U  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DT Thuần (tỷ đồng)    | 950    | 5.618  | 2.776  | 7.524  | 10.025 |
| Tăng trưởng           | -77,6% | 491,2% | -50,6% | 171,1% | 33,2%  |
| EBITDA (tỷ đồng)      | (168)  | 3.015  | 890    | 3.128  | 3.693  |
| Tăng trưởng           | n/a    | n/a    | -70,5% | 251,2% | 18,1%  |
| LN ròng (tỷ đồng)     | 1.526  | 2.031  | 382    | 2.289  | 2.581  |
| Tăng trưởng           | 95,2%  | 33,0%  | -81,2% | 499,6% | 12,8%  |
| EPS (hiệu chỉnh. VND) | 1.993  | 2.646  | 498    | 2.715  | 2.741  |
| Tăng trưởng           | 67,5%  | 32,8%  | -81,2% | 445,2% | 0,9%   |
| ROE                   | 10,2%  | 11,9%  | 2,1%   | 10,6%  | 9,9%   |
| ROIC                  | 5,1%   | 6,1%   | 0,6%   | 4,2%   | 4,4%   |
| Nợ ròng/EBITDA (x)    | -20,9  | 0,3    | 1,9    | 1,7    | 2,1    |
| EV/EBITDA (x)         | -232,2 | 13,0   | 43,9   | 13,9   | 11,8   |
| P/E (lần)             | 19,9   | 15,0   | 79,8   | 14,6   | 14,5   |
| P/B (lần)             | 1,9    | 1,7    | 1,6    | 1,5    | 1,4    |
| Cổ tức (đồng)         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Suất sinh lợi cổ tức  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

**Tỷ lệ đòn bẩy tăng lên để đầu tư nhiều dự án mới.** Trong 6T2025, tổng nợ vay tăng gần 16.000 tỷ đồng, lên hơn 26.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ tiền thu được từ các hợp đồng cho thuê mới và 4.162 tỷ đồng từ đợt chào bán riêng lẻ 174,15 triệu cổ phiếu với giá chào bán 24.900 đồng/cổ phiếu nên nợ ròng chỉ tăng 4.367 tỷ đồng, lên 6.055 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ ròng/Vốn chủ sở hữu tăng từ 8,2% lên 23,6%, cao hơn mức trung bình ngành là -19,5%. Nợ ròng/EBITDA tăng từ 2,1 lần lên 2,9 lần, cao hơn mức trung bình ngành là -1,4 lần.

**Chúng tôi điều chỉnh dự phóng năm 2025 với doanh thu đạt 7.524 tỷ đồng (+171% svck) và LNST đạt 2.536 tỷ đồng (+500% svck),** tăng lần lượt 55% và 122% so với dự phóng trước đó nhờ tăng diện tích bàn giao tại các CCN Hưng Yên thêm 80 ha và giảm tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN trên doanh thu từ 14,5% xuống 9,8%. **Giá mục tiêu cuối năm 2025 được điều chỉnh tăng 29% lên 42.100 đồng/cổ phiếu chủ yếu do bổ sung thêm 5 KCN mới vào mô hình định giá. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ Khá quan sang Trung lập do giá cổ phiếu đã tăng 38% kể từ báo cáo cập nhật tháng 2/2025.**

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2025 và 6T2025**

| Đơn vị: tỷ đồng           | Q2/2024    | Q2/2025    | Tăng trưởng svck | 6T2024       | 6T2025       | Tăng trưởng svck | Kế hoạch 2025 | % Hoàn thành |
|---------------------------|------------|------------|------------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>          | <b>892</b> | <b>579</b> | <b>-35%</b>      | <b>1.044</b> | <b>3.696</b> | <b>254%</b>      | <b>10.000</b> | <b>37%</b>   |
| Trong đó: KCN             | 532        | 346        | -35%             | 532          | 2.830        | 432%             |               |              |
| BDS nhà ở                 | 211        | 0          | -100%            | 225          | 412          | 83%              |               |              |
| Cho thuê kho, xưởng       | 47         | 55         | 17%              | 91           | 111          | 21%              |               |              |
| Cung cấp điện, nước       | 102        | 113        | 11%              | 195          | 211          | 8%               |               |              |
| Lợi nhuận gộp             | 465        | 589        | 27%              | 539          | 1.797        | 234%             |               |              |
| Doanh thu tài chính       | 109        | 164        | 50%              | 177          | 299          | 69%              |               |              |
| Chi phí tài chính         | 54         | 112        | 108%             | 108          | 225          | 108%             |               |              |
| Chi phí bán hàng và QLDN  | 166        | 115        | -30%             | 280          | 291          | 4%               |               |              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b> | <b>273</b> | <b>399</b> | <b>46%</b>       | <b>196</b>   | <b>1.248</b> | <b>537%</b>      | <b>3.200</b>  | <b>39%</b>   |

Nguồn: KBC, ACBS.

**Bảng 2: Thuế đối ứng của Mỹ**

| Quốc gia        | Thuế công bố ngày 2/4/2025 | Thuế công bố ngày 31/7/2025 |
|-----------------|----------------------------|-----------------------------|
| <b>Việt Nam</b> | <b>46%</b>                 | <b>20%</b>                  |
| Indonesia       | 32%                        | 19%                         |
| Malaysia        | 24%                        | 19%                         |
| Philippines     | 17%                        | 19%                         |
| Thái Lan        | 36%                        | 19%                         |
| Campuchia       | 49%                        | 19%                         |
| Lào             | 48%                        | 40%                         |
| Myanmar         | 44%                        | 40%                         |
| Ấn Độ           | 26%                        | 25%                         |
| Pakistan        | 30%                        | 19%                         |
| Bangladesh      | 37%                        | 20%                         |

Nguồn: USTR

**Bảng 3: Các KCN của KBC**

| STT                        | Tên dự án             | Vị trí      | TLSH   | Tổng DT (ha) | DT thương phẩm (ha) | Tỷ lệ lấp đầy cuối Q3/2024 | Giá thuê trung bình (USD/m2/ký hạn còn lại) | Tiến độ                                                                               |
|----------------------------|-----------------------|-------------|--------|--------------|---------------------|----------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>KCN đã lấp đầy</b>      |                       |             |        |              |                     |                            |                                             |                                                                                       |
| 1                          | KCN Quế Võ 1          | Bắc Ninh    | 100,0% | 311          | 192                 | 100,0%                     |                                             |                                                                                       |
| 2                          | KCN Quế Võ 2          | Bắc Ninh    | 100,0% | 300          | 173                 | 100,0%                     |                                             |                                                                                       |
| 3                          | KCN Quang Châu        | Bắc Ninh    | 89,0%  | 426          | 307                 | 100,0%                     |                                             |                                                                                       |
| 4                          | KCN Trảng Duệ 1       | Hải Phòng   | 89,3%  | 188          | 129                 | 100,0%                     |                                             |                                                                                       |
| 5                          | KCN Trảng Duệ 2       | Hải Phòng   | 89,3%  | 214          | 133                 | 100,0%                     |                                             |                                                                                       |
| <b>KCN đang kinh doanh</b> |                       |             |        |              |                     |                            |                                             |                                                                                       |
| 6                          | KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh  | Bắc Ninh    | 100,0% | 300          | 204                 | 59,5%                      | 153                                         | Diện tích thương phẩm còn lại 83 ha                                                   |
| 7                          | KCN Quang Châu mr     | Bắc Ninh    | 96,5%  | 90           | 67                  | 96,0%                      | 127                                         | Diện tích thương phẩm còn lại 1,9 ha                                                  |
| 8                          | KCN Tân Phú Trung     | TP.HCM      | 72,8%  | 543          | 346                 | 74,3%                      | 223                                         | Còn khoảng 33 ha chưa đến bù. Diện tích thương phẩm còn lại 79 ha                     |
| 9                          | CCN Hưng Yên          | Hưng Yên    | 93,9%  | 225          | 151                 | 52,0%                      | 125                                         | Diện tích thương phẩm còn lại 77 ha                                                   |
| 10                         | KCN Trảng Duệ 3       | Hải Phòng   | 89,3%  | 687          | 456                 | n/a                        | n/a                                         | Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 1/2025. Bắt đầu xây dựng vào tháng 5/2025 |
| <b>KCN sẽ triển khai</b>   |                       |             |        |              |                     |                            |                                             |                                                                                       |
| 11                         | CCN Trảng Duệ         | Hải Phòng   | 89,3%  | 59           | n/a                 | n/a                        | n/a                                         | Đã có Quy hoạch 1/500                                                                 |
| 12                         | KCN Trảng Cát         | Hải Phòng   | 100,0% | 206          | 126                 | n/a                        | n/a                                         |                                                                                       |
| 13                         | CCN Phước Vĩnh Đông 1 | Tây Ninh    | 100,0% | 50           | 35                  | n/a                        | n/a                                         |                                                                                       |
| 14                         | CCN Phước Vĩnh Đông 2 | Tây Ninh    | 89,0%  | 49           | 31                  | n/a                        | n/a                                         | Đang đến bù                                                                           |
| 15                         | CCN Phước Vĩnh Đông 4 | Tây Ninh    | 72,8%  | 50           | 36                  | n/a                        | n/a                                         |                                                                                       |
| 16                         | CCN Tân Tập           | Tây Ninh    | 89,3%  | 71           | 42                  | n/a                        | n/a                                         |                                                                                       |
| 17                         | KCN Tân Tập           | Tây Ninh    | 66,0%  | 654          | 461                 | n/a                        | n/a                                         | Đang đến bù                                                                           |
| 18                         | KCN Lộc Giang         | Tây Ninh    | 72,8%  | 466          | 327                 | n/a                        | n/a                                         | Đang đến bù                                                                           |
| 19                         | KCN Kim Thành 2 – GĐ1 | Hải Phòng   | 96,3%  | 235          | 158                 | n/a                        | n/a                                         | Được duyệt chủ trương đầu tư T1/2025                                                  |
| 20                         | Quế Võ 2 mở rộng      | Bắc Ninh    | 100,0% | 140          | 95*                 | n/a                        | n/a                                         | Được duyệt chủ trương đầu tư T4/2025                                                  |
| 21                         | Sông Hậu 2            | Cần Thơ     | 100,0% | 380          | 258*                | n/a                        | n/a                                         | Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025                                                  |
| 22                         | Bình Giang            | Hải Dương   | 100,0% | 148          | 101*                | n/a                        | n/a                                         | Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025                                                  |
| 23                         | Phú Bình              | Thái Nguyên | 100,0% | 675          | 549*                | n/a                        | n/a                                         | Được duyệt chủ trương đầu tư T6/2025                                                  |

Nguồn: ACBS tổng hợp.  
Ghi chú: \* ACBS ước tính

**Bảng 4: Các dự án nhà ở**

| STT | Tên dự án                             | Vị trí    | TLSH | DT đất (ha) | Tiến độ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----|---------------------------------------|-----------|------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | Khu ngoại giao đoàn                   | Hà Nội    | 100% | 2,0         | Đang trong quá trình tìm kiếm đối tác để hợp tác phát triển                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 2   | KĐT Phúc Ninh                         | Bắc Ninh  | 100% | 136,5       | Đã đền bù 88,2 ha. Đã hoàn thành 119 căn biệt thự và liền kề trên tổng số 150 căn, được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho 121 lô đất. Nhận đặt cọc cho 12 ha với tổng giá trị gần 1.600 tỷ đồng và đã ghi nhận doanh thu 346 tỷ đồng cho 2,51 ha. Chờ hoàn thiện thủ tục pháp lý để tiếp tục ghi nhận doanh thu. |
| 3   | KDC Tân Phú Trung                     | TP.HCM    | 73%  | 47,7        | Đã đền bù 100%, hiện đang hoàn thiện thủ tục pháp lý                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 4   | KĐT Trảng Cát                         | Hải Phòng | 100% | 584,9       | Đã đền bù 582ha, san lấp 80ha, đã nộp tiền sử dụng đất, được duyệt điều chỉnh Quy hoạch 1/500 vào tháng 10/2023. Được phê duyệt chủ trương đầu tư điều chỉnh vào tháng 1/2025. Dự kiến bắt đầu xây dựng hạ tầng từ 2026.                                                                                                 |
| 5   | KĐT Trảng Duệ                         | Hải Phòng | 89%  | 42,1        | Còn 15 căn biệt thự chưa ghi nhận doanh thu và đất thương mại dịch vụ chưa đưa vào kinh doanh<br>NOXH: Giai đoạn 1 gồm 3 tòa nhà và 768 căn hộ đã bàn giao từ năm 2024. Giai đoạn 2 gồm 4 tòa nhà được xây dựng từ quý 3 năm 2024.                                                                                       |
| 6   | NOXH thị trấn Nénh                    | Bắc Giang | 76%  | 12,6        | Giai đoạn 1: Bàn giao và ghi nhận doanh thu cho 10 tòa.<br>Giai đoạn 2: Xây dựng 5 tòa vào tháng 1/2025 và dự kiến bàn giao từ năm 2026.                                                                                                                                                                                 |
| 7   | Khu tái định cư Lộc Giang             | Long An   | 73%  | 31          | Đang lập quy hoạch 1/500, tiến hành đền bù, đầu tư hạ tầng                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 8   | Khu tái định cư Tân Tập               | Long An   | 89%  | 11,9        | Đang hoàn thiện pháp lý                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 9   | Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 2 | Long An   | 89%  | 10,5        | Đang hoàn thiện pháp lý                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 10  | Khu tái định cư CCN Phước Vĩnh Đông 4 | Long An   | 73%  | 10,5        | Đang hoàn thiện pháp lý                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 11  | Trung tâm hội nghị tỉnh Hưng Yên      | Hưng Yên  | 96%  | 45          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 12  | Trump International Hưng Yên          | Hưng Yên  | 96%  | 990         | Khởi công xây dựng vào T5/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 13  | Hải Phòng Central Point               | Hải Phòng | n/a  | 4,7         | Khởi công xây dựng vào T7/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

*Nguồn: KBC, ACBS*

| MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ KBC                                  | Giá hiện tại (VNĐ): | 39.750 | Giá mục tiêu (VNĐ): | 42.100 | Vốn hóa (Tỷ đồng): | 38.424 |
|-------------------------------------------------------|---------------------|--------|---------------------|--------|--------------------|--------|
| (đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)           | 2022                | 2023   | 2024                | 2025F  | 2026F              |        |
| Doanh thu thuần                                       | 950                 | 5.618  | 2.776               | 7.524  | 10.025             |        |
| Tăng trưởng doanh thu                                 | -77,6%              | 491,2% | -50,6%              | 171,1% | 33,2%              |        |
| GVHB trừ khấu hao                                     | 608                 | 1.791  | 1.327               | 3.661  | 5.353              |        |
| Chi phí bán hàng và QLDN                              | 510                 | 813    | 558                 | 736    | 980                |        |
| Chi phí bán hàng và QLDN/DTT                          | 53,7%               | 14,5%  | 20,1%               | 9,8%   | 9,8%               |        |
| EBITDA                                                | -168                | 3.015  | 890                 | 3.128  | 3.693              |        |
| Tỷ suất EBITDA                                        | -17,7%              | 53,7%  | 32,1%               | 41,6%  | 36,8%              |        |
| Khấu hao                                              | 76                  | 133    | 165                 | 182    | 200                |        |
| Lợi nhuận từ HĐKD                                     | -245                | 2.882  | 725                 | 2.946  | 3.493              |        |
| Biên LN HĐKD                                          | -25,7%              | 51,3%  | 26,1%               | 39,2%  | 34,8%              |        |
| Lãi trong công ty liên danh, liên kết                 | 2.187               | (8)    | 16                  | 16     | 16                 |        |
| Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay) | 0                   | 112    | 7                   | 0      | 0                  |        |
| Chi phí tài chính (trừ lãi vay)                       | 73                  | 47     | -10                 | 15     | 17                 |        |
| Chi phí lãi vay ròng                                  | 469                 | 353    | 112                 | 268    | -71                |        |
| Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình                    | 15,7%               | 15,8%  | 8,5%                | n/a    | 1,4%               |        |
| Lợi nhuận khác                                        | 10                  | 17     | -211                | 0      | 0                  |        |
| Thuế                                                  | 120                 | 646    | 299                 | 634    | 820                |        |
| Thuế suất thực tế                                     | 7,1%                | 22,4%  | 41,5%               | 20,0%  | 20,0%              |        |
| LNST                                                  | 1.577               | 2.245  | 423                 | 2.536  | 3.281              |        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                              | 50                  | 214    | 41                  | 246    | 319                |        |
| LNST của cổ đông công ty mẹ                           | 1.526               | 2.031  | 382                 | 2.289  | 2.962              |        |
| Biên lợi nhuận ròng                                   | 160,6%              | 36,1%  | 13,8%               | 30,4%  | 29,5%              |        |
| Tiền mặt đạt được                                     | 1.603               | 2.163  | 547                 | 2.471  | 3.162              |        |
| Số lượng cổ phiếu (triệu cp)                          | 768                 | 768    | 768                 | 942    | 942                |        |
| EPS (VNĐ)                                             | 1.993               | 2.646  | 498                 | 2.715  | 3.145              |        |
| T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)                  | 1,0                 | 1,0    | 1,0                 | 1,0    | 1,0                |        |
| EPS hiệu chỉnh (VNĐ)                                  | 1.993               | 2.646  | 498                 | 2.715  | 3.145              |        |
| Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh                            | 67,5%               | 32,8%  | -81,2%              | 445,2% | 15,8%              |        |

| CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thay đổi vốn lưu động           | 629           | -853          | 4.797         | 9.859         | 4.498         |
| Capex                           | 274           | 1.251         | 475           | 475           | 475           |
| Các khoản mục dòng tiền khác    | -2.072        | 795           | 3.990         | -             | -             |
| <b>Dòng tiền tự do</b>          | <b>-1.372</b> | <b>2.560</b>  | <b>-736</b>   | <b>-7.863</b> | <b>-2.192</b> |
| Phát hành cp                    | 335           | 130           | 1             | 4.162         | -             |
| Cổ tức đã trả                   | 0             | 130           | 0             | -             | -             |
| Thay đổi nợ ròng                | 1.037         | -2.560        | 735           | 3.700         | 2.192         |
| <b>Nợ ròng cuối năm</b>         | <b>3.514</b>  | <b>954</b>    | <b>1.689</b>  | <b>5.389</b>  | <b>7.581</b>  |
| <b>Vốn CSH</b>                  | <b>17.846</b> | <b>20.221</b> | <b>20.645</b> | <b>27.096</b> | <b>29.677</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 1.777         | 2.045         | 2.087         | 2.296         | 2.525         |
| Giá trị sổ sách/cp (VND)        | 20.933        | 23.679        | 24.176        | 26.334        | 28.831        |
| Nợ ròng / VCSH                  | 19,7%         | 4,7%          | 8,2%          | 19,9%         | 25,5%         |
| Nợ ròng / EBITDA (x)            | -20,9         | 0,3           | 1,9           | 1,7           | 2,1           |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>34.907</b> | <b>33.434</b> | <b>44.730</b> | <b>54.882</b> | <b>59.654</b> |

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2022   | 2023  | 2024   | 2025F | 2026F |
|--------------------------------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| ROE                                  | 10,2%  | 11,9% | 2,1%   | 10,6% | 9,9%  |
| ROA                                  | 5,0%   | 6,3%  | 1,0%   | 4,8%  | 4,7%  |
| ROIC                                 | 5,1%   | 6,1%  | 0,6%   | 4,2%  | 4,4%  |
| WACC                                 | 13,2%  | 13,8% | 13,5%  | 12,8% | 11,2% |
| EVA                                  | -8,1%  | -7,7% | -12,8% | -8,6% | -6,8% |
| P/E (x)                              | 19,9   | 15,0  | 79,8   | 14,6  | 14,5  |
| EV/EBITDA (x)                        | -258,1 | 14,4  | 48,8   | 13,9  | 11,8  |
| EV/FCF (x)                           | -31,7  | 17,0  | -59,1  | -5,5  | -19,8 |
| P/B (x)                              | 1,9    | 1,7   | 1,6    | 1,5   | 1,4   |
| P/S (x)                              | 39,4   | 6,7   | 13,5   | 5,0   | 3,7   |
| EV/Doanh thu (x)                     | 45,8   | 7,7   | 15,7   | 5,8   | 4,3   |
| Suất sinh lợi cổ tức                 | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, F. Xuân Hòa, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 7300 7000  
Fax: (+84 28) 7300 3751

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Giám Đốc Phòng Phân Tích & Chiến lược Thị trường

##### Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)  
[trangdm@acbs.com.vn](mailto:trangdm@acbs.com.vn)

##### Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 7300 7000 (x1043)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

##### Giám đốc phân tích ngành Tài chính

**Cao Việt Hùng**  
(+84 28) 7300 7000 (x1049)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

##### Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ, Công nghệ

**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 7300 7000 (x1042)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

##### Giám đốc phân tích trái phiếu

**Võ Diệu Phương Tuyền**  
(+84 28) 7300 7000 (x1110)  
[tuyenvdp@acbs.com.vn](mailto:tuyenvdp@acbs.com.vn)

##### CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

**Trần Nhật Trung**  
(+84 28) 7300 7000 (x1045)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

##### CVPT- Dầu khí

**Phan Việt Hưng**  
(+84 28) 7300 7000 (x1044)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

##### CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ

**Trịnh Viết Hoàng Minh**  
(+84 28) 7300 7000 (x1046)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

##### CVPT - Logistic

**Nguyễn Thế Hùng**  
(+84 28) 7300 7000 (x1047)  
[hungnt@acbs.com.vn](mailto:hungnt@acbs.com.vn)

##### CVPT – Ngành Điện, nước

**Phạm Đức Toàn**  
(+84 28) 7300 7000 (x1051)  
[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

##### NVPT – PTKT

**Võ Phú Hữu**  
(+84 28) 7300 7000 (x1052)  
[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Trưởng phòng khối khách hàng định chế

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)  
[groupis@acbs.com.vn](mailto:groupis@acbs.com.vn)

##### Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC

**Nguyễn Trần Như Huỳnh**  
(+84 28) 7300 6879 (x1088)  
[huynhntn@acbs.com.vn](mailto:huynhntn@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu cao hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu chênh lệch trong khoảng -10% và 10% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**KÉM KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu thấp hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu giá mục tiêu thấp hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.