

CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

Tiềm năng tăng trưởng vững chắc

- Năm 2024, lợi nhuận ròng của KDH đạt mức 810 tỷ VNĐ (+13% svck) nhờ bàn giao dự án Classia trong 3 quý đầu năm và The Privia trong quý cuối năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của KDH GD 2025-2026 sẽ tăng lần lượt 21%/8% svck với động lực chính đến từ các dự án Clarita, Emeria và The Solina.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 39,100 VNĐ/cp.

KQKD 2024: Lợi nhuận tăng mạnh trong quý cuối năm nhờ bàn giao The Privia

Q4/2024, doanh thu của KDH tăng mạnh 289% svck, đạt mức 6,369 tỷ VNĐ nhờ bàn giao khoảng 60% số lượng sản phẩm tại dự án The Privia, biên lợi nhuận gộp ở mức 44.4% (-18.1 đpt svck) và lợi nhuận ròng đạt mức 398 tỷ VNĐ (+539% svck). Biên lợi nhuận gộp giảm svck và so với quý trước do tính chất sản phẩm bàn giao trong quý là căn hộ chung cư với biên lợi nhuận gộp thấp hơn các sản phẩm bất động sản thấp tầng trước đó của doanh nghiệp. Lũy kế cả năm 2024, KDH ghi nhận doanh thu đạt 3,279 tỷ VNĐ, tăng 57% svck, biên lợi nhuận gộp đạt mức 53.1%, lợi nhuận ròng đạt 810 tỷ VNĐ, tăng 13% svck với đóng góp chủ yếu từ bàn giao dự án The Classia (3 quý đầu năm) và The Privia (quý cuối năm).

Triển vọng GD 2025-2026: Tiềm năng lợi nhuận vững chắc đến từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại The Foresta và The Solina

Với lợi thế các dự án có vị trí thuận lợi và pháp lý rõ ràng, các dự án bất động sản thấp tầng của KDH có thể ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt trong giai đoạn 2025-2026, ngay cả khi giá bán ở mức cao. Chúng tôi cho rằng hai dự án thành phần của The Foresta – Clarita và Emeria – sẽ là động lực chính cho kết quả kinh doanh của KDH trong GD này, đồng thời với những chuyển biến tích cực trong tiến độ pháp lý, The Solina cũng có thể được mở bán vào cuối 2025 và bắt đầu đóng góp vào doanh thu kể từ 2026. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ có sự cải thiện trong GD 2025-2026, lần lượt đạt 56% và 58%, khi bàn giao các dự án thấp tầng với giá bán tốt hơn. Lợi nhuận ròng GD 2025-2026 được kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 21% và 8% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 39,100 VNĐ/cp

Hiện tại, KDH đang được giao dịch ở mức P/B trượt 1.9x và P/B forward 2025 là 1.8x, thấp hơn so với trung bình 3 năm là 2.0x, trong khi doanh nghiệp vẫn ghi nhận tiềm năng tăng trưởng vững chắc trong GD 2025-2026. Với kỳ vọng thị trường bất động sản khu vực phía Nam nói chung và TP. HCM nói riêng hồi phục mạnh mẽ hơn trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng KDH xứng đáng được định giá cao hơn với vị thế là 1 trong những doanh nghiệp BĐS hàng đầu, từ đó đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 39,100 VNĐ/cp (tiềm năng tăng giá 20.7%). Giá mục tiêu này thấp hơn 3% so với giá mục tiêu cũ do dự phóng lợi nhuận GD 2025-2026 thấp hơn dự phóng cũ, có thể ảnh hưởng nhẹ tới độ hấp dẫn của cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	2,088	3,279	5,944	6,500
Lợi nhuận ròng	716	810	980	1,056
Tăng trưởng doanh thu thuần	-28%	57%	81%	9%
Tăng trưởng LN ròng	-35%	13%	21%	8%
Biên LN gộp	76%	53%	56%	58%
Biên EBITDA	51%	32%	37%	39%
ROAE	4.6%	4.2%	4.6%	4.6%
ROAA	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	895	801	969	1,045
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	16,828	17,202	18,098	19,062

Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

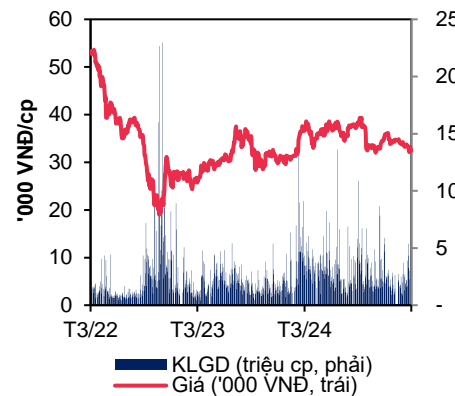
Giá mục tiêu **39,100 VNĐ**

Tiềm năng tăng giá 20.7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	32,400
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	36,150
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	30,008
Vốn hóa (VNĐ bn)	32,761
P/E (TTM)	37.8
P/B	1.9
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	35.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Tiên Lộc	11.3%
Vietnam Enterprise Limited	6.1%
CTBC Vietnam Equity Fund	3.6%
Khác	79%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

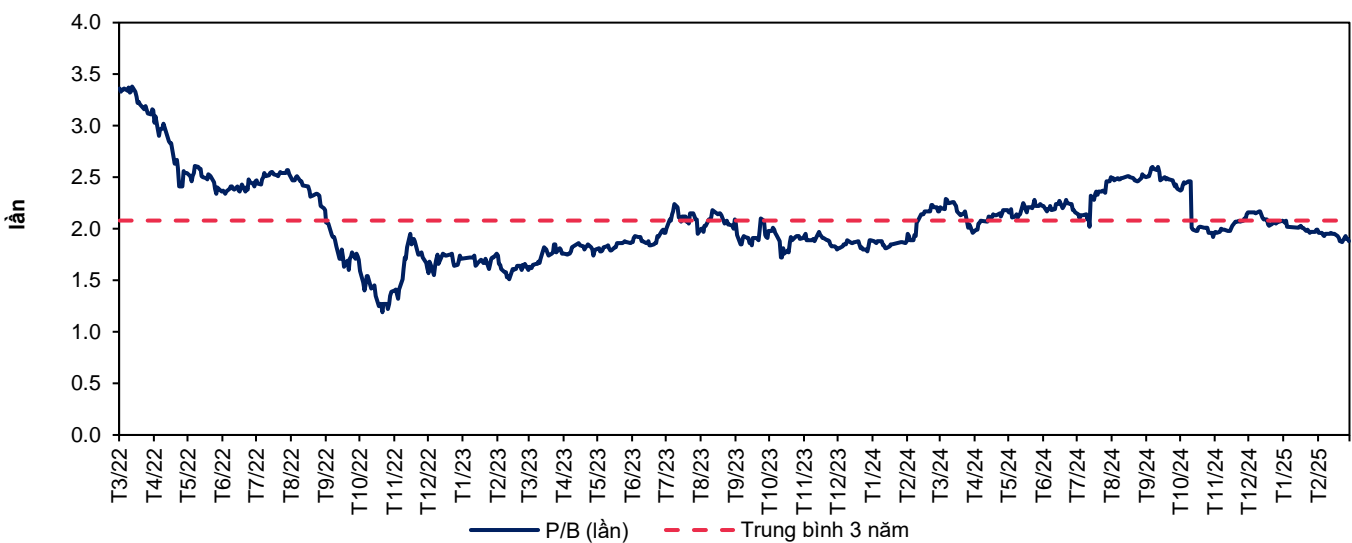
CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Khang Điền sở hữu quỹ đất lớn với hơn 600 ha đất sạch tại TP. Hồ Chí Minh, là doanh nghiệp uy tín với các dự án BĐS thấp tầng và cao tầng tại khu vực trung tâm. Trong bối cảnh nhiều điều kiện hỗ trợ cho sự hồi phục của ngành bất động sản tại khu vực phía Nam như nguồn cung mới thấp, nhu cầu luôn ở mức cao và giá bán duy trì xu hướng tăng theo những điều chỉnh về pháp lý (bảng giá đất mới), chúng tôi cho rằng các dự án của KDH sẽ được hưởng lợi nhờ: (1) phần lớn đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất trước khi giá đất tăng mạnh tại TP. HCM, (2) giá bán các sản phẩm có thể tăng theo mặt bằng chung của các dự án đã ra mắt trước đó trong khu vực.
- Lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-2026 được kỳ vọng duy trì đà tăng với mức tăng lần lượt là 21% svck và 8% svck. Trong năm 2025, lợi nhuận của KDH được hỗ trợ bởi việc bàn giao phần còn lại của dự án The Privia, đồng thời bắt đầu mở bán và bàn giao phần thấp tầng của 2 dự án Clarita và Emeria (dự án thành phần của cụm dự án The Foresta). Năm 2026, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ tiếp tục bàn giao các sản phẩm thuộc hai dự án này, đồng thời ghi nhận thêm đóng góp từ dự án The Solina khi dự án này dự kiến sẽ hoàn thành hạ tầng và mở bán vào cuối năm 2025.
- Cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch với mức P/B trượt là 1.9x và P/B forward là 1.8x, thấp hơn trung bình 3 năm là 2.0x. Chúng tôi cho rằng với triển vọng tươi sáng của thị trường BĐS khu vực phía Nam và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc của doanh nghiệp, KDH xứng đáng được định giá cao hơn với vị thế là một trong những doanh nghiệp đầu ngành.

Hình 1: P/B của KDH trong 3 năm gần đây



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Định giá

Giá mục tiêu cho năm 2025 của KDH là 39,100 VNĐ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 20.7% so với giá đóng cửa ngày 20/3/2025 và được chúng tôi xác định dựa trên phương pháp định giá giá trị tài sản ròng – RNAV. Giá mục tiêu mới thấp hơn 3% so với giá mục tiêu cũ do dự phóng lợi nhuận GD 2025-2026 thấp hơn dự phóng cũ, có thể ảnh hưởng nhẹ đến độ hấp dẫn của cổ phiếu.

Hình 2: Tóm tắt định giá

Dự án	PP định giá	NPV dự phóng (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế (tỷ VNĐ)
Clarita	DCF	3,201	51%	1,633
Emeria	DCF	3,013	51%	1,537
The Solina	DCF	3,160	100%	3,160
Green Village	BV	3,621	100%	3,621
Tân Tạo	DCF	28,122	100%	28,122
KCN Lê Minh Xuân	DCF	3,488	100%	3,488
Khác	BV	2,906	100%	2,906
Tổng giá trị				44,467
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				2,677
(-) Nợ vay				7,636
Giá trị tài sản ròng - RNAV				39,508
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				1,011
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				39,100
Giá hiện tại (VNĐ/cp, 20/3/2025)				32,400
Tiềm năng tăng giá				20.7%

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	12.0%

WACC

Chi phí nợ	10.5%
Mức thuế	20.0%
WACC	11.4%

Rủi ro giảm giá:

- Tiến độ mở bán và bàn giao các dự án Clarita và Emeria chậm hơn dự kiến, kéo theo doanh thu và lợi nhuận KDH thấp hơn kỳ vọng.
- Tỷ lệ hấp thụ tại các dự án Clarita và Emeria thấp hơn dự kiến.
- Tiến độ hoàn thiện pháp lý của các dự án khác như

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
					2025F	2026F	2025F	2026F
CTCP Vinhomes	VHM	195,926	6.6	1.0	7.3	5.6	16.6	14.8
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	17,899	31.4	1.6	2.7	2.7	5.4	5.4
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	14,543	46.4	1.2	1.0	1.6	2.3	3.3
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	13,535	25.1	1.3	2.8	3.5	3.6	4.2
Trung bình			27.4	1.3	3.5	3.4	7.0	6.9
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	32,862	37.3	1.9	2.8	2.8	4.6	4.6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD năm 2024: Lợi nhuận tập trung vào quý cuối năm nhờ bàn giao The Privia

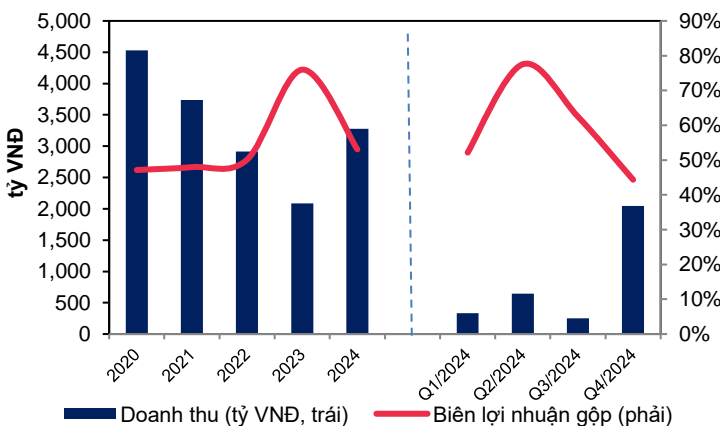
Tóm tắt KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 của Khang Điền

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q4/24 và 2024 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q4/2024	% svck	% sv quý trước	2024	% svck	% sv dự phóng cũ	Đánh giá
Doanh thu	2,048	336%	711%	3,279	57%	92%	Doanh thu Q4/24 tăng mạnh svck và so với quý trước nhờ bàn giao khoảng 60% sản phẩm tại dự án The Privia (1043 căn hộ, TP. Hồ Chí Minh). Ngoài The Privia, doanh thu cả năm 2024 còn được hỗ trợ bởi bàn giao các căn thấp tầng tại The Classia và chuyển nhượng lô đất không phù hợp với chiến lược phát triển.
Lợi nhuận gộp	908	211%	476%	1,740	10%	94%	
Biên lợi nhuận gộp	44.4%	-17.8 đpt	-18.1 đpt	53.1%	-22.9 đpt	0.8 đpt	Các sản phẩm căn hộ tại The Privia có biên lợi nhuận gộp thấp hơn mảng biệt thự tại The Classia, trong khi tỷ trọng trong doanh thu lại lớn hơn. Biên lợi nhuận gộp của The Privia cao hơn một chút so với dự phóng cũ của chúng tôi.
Chi phí quản lý và bán hàng	230	106%	243%	431	17%	89%	Chi phí quản lý và bán hàng theo dự phóng cũ lớn hơn thực tế do dự phóng thận trọng.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	11.2%	-0.6 đpt	-15.3 đpt	13.1%	-4.4 đpt	-0.5 đpt	Chi phí quản lý và bán hàng tăng hợp lý với sự tăng trưởng của doanh thu, trong đó chi phí hoa hồng và chi phí nhân viên chiếm tỷ trọng lớn nhất.
Thu nhập tài chính	7	-54%	0%	37	-25%	136%	
Chi phí tài chính	171	205%	1255%	216	46%	111%	Chi phí tài chính tăng mạnh svck chủ yếu là do chiết khấu thanh toán tại The Privia.
Thu nhập khác, ròng	(10)	-59%	-13%	(80)	51%	n/a	Dự phóng cũ chưa tính tới các chi phí khác liên quan đến phạt, bồi thường trong năm (-59 tỷ VNĐ).
Lợi nhuận từ LDLK	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	505	336%	582%	1,051	-2%	88%	
Lợi nhuận sau thuế	393	519%	492%	803	10%	86%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	398	539%	465%	810	13%	86%	

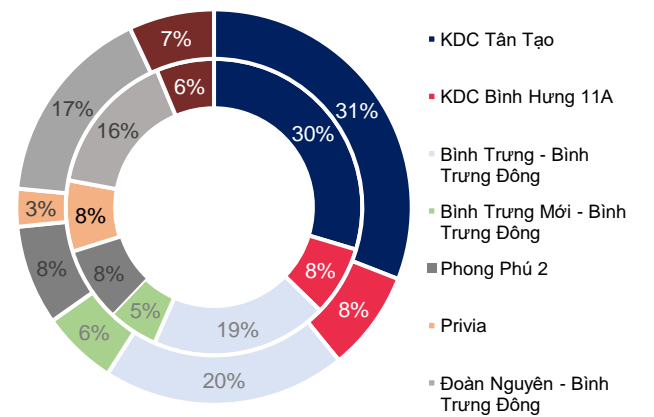
Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 5: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của KDH



Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu hàng tồn kho của KDH: Bàn giao 60% dự án The Privia kéo theo tỷ trọng của The Privia trong hàng tồn kho giảm



Vòng trong: Q3/2024; Vòng ngoài: Q4/2024

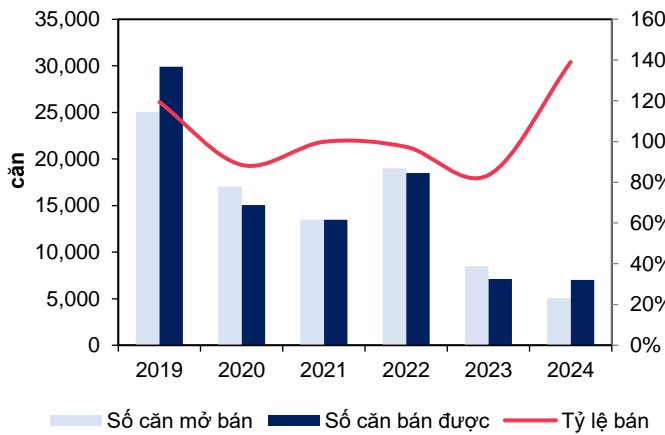
Nguồn: KDH, MBS Research

Triển vọng giai đoạn 2025-2026: Lợi nhuận kỳ vọng đến từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại The Foresta và The Solina

Thị trường bất động sản tại TP. Hồ Chí Minh có dấu hiệu hồi phục

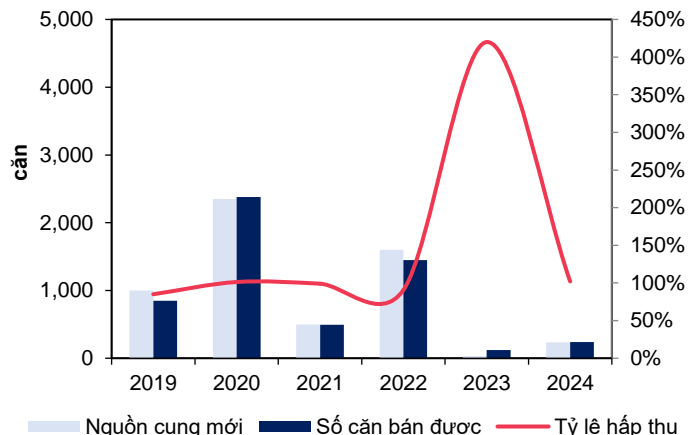
Nguồn cung bất động sản (BDS) mới tại TP. Hồ Chí Minh chưa cho thấy sự phục hồi rõ ràng trong năm 2024, khi nguồn cung căn hộ tiếp tục giảm và nguồn cung BDS gắn liền với đất mới chỉ hồi phục từ mức nền rất thấp của năm 2023. Nguồn cung thấp và giá bán tăng nhưng tỷ lệ hấp thụ của cả hai phân khúc này tại TP. Hồ Chí Minh luôn ở mức rất cao, cho thấy nhu cầu vẫn hiện hữu. Chúng tôi cho rằng sự hồi phục tại thị trường BDS phía Nam nói chung và TP. Hồ Chí Minh nói riêng đang bắt đầu, với nguồn cung mới tăng trở lại từ Q4/2024 và dự kiến dồi dào hơn nữa trong giai đoạn 2025-2027.

Hình 7: Tỷ lệ hấp thụ căn hộ chung cư tại TP. Hồ Chí Minh cải thiện tích cực dù nguồn cung mới ở mức thấp



Nguồn: CBRE Q4/2024

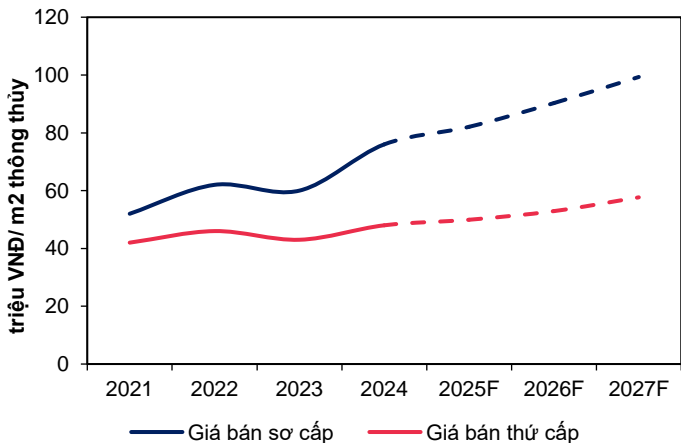
Hình 8: Nguồn cung BDS gắn liền với đất tại TP. HCM có cải thiện nhưng vẫn rất thấp, trong khi tỷ lệ hấp thụ luôn ở mức cao



Nguồn: CBRE Q4/2024

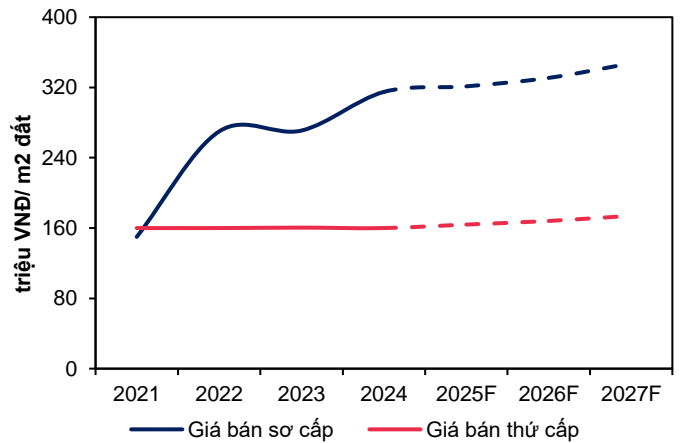
Bảng giá đất trên địa bàn TP. Hồ Chí Minh đã được thay đổi kể từ ngày 31/10/2024, có hiệu lực đến hết ngày 31/12/2025, phản ánh sát hơn giá trên thị trường nhưng cũng đồng thời khiến chi phí tiền sử dụng đất của các doanh nghiệp tăng lên. Giá bán căn hộ sơ cấp tại khu vực này được kỳ vọng tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2025-2027 khi nhu cầu ngày càng tăng, trong khi giá bất động sản gắn liền với đất gần như đi ngang ở mức nền cao.

Hình 9: Kỳ vọng giá bán căn hộ sơ cấp tại TP. Hồ Chí Minh sẽ tăng trưởng tốt ngay cả khi nguồn cung dồi dào hơn...



Nguồn: CBRE Q4/2024

Hình 10: ... trong khi giá BDS gắn liền với đất gần như đi ngang ở mức nền cao năm 2024



Nguồn: CBRE Q4/2024

KDH sở hữu quỹ đất khá lớn tại khu vực nội thành TP. Hồ Chí Minh, với khoảng 600 ha tập trung tại khu vực TP. Thủ Đức và huyện Bình Chánh. Phần lớn trong số này đã được KDH hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng Với điều kiện quỹ đất sạch tại khu vực trung tâm TP. HCM ngày càng khan hiếm, trong khi nhu cầu mua nhà tại khu vực này vẫn ở mức cao, chúng tôi cho rằng tỷ lệ hấp thụ các sản phẩm nhà ở nói chung và của KDH nói riêng sẽ ở mức tốt. Ngoài ra, việc tăng chi phí tiền sử dụng đất không phải là áp lực lớn với KDH khi doanh nghiệp đã hoàn thành phần lớn việc đóng tiền sử dụng đất; bên cạnh đó, các dự án đều ở khu vực trung tâm TP. Hồ Chí Minh, dễ dàng phản ánh các chi phí tăng lên (nếu có) vào giá bán. Giá bán các sản phẩm của KDH có thể sẽ tiếp tục tăng theo xu hướng chung của thị trường.

Hình 11: Thông tin tiến độ dự án



Tên dự án: Privia

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Đường An Dương Vương, Quận Bình Tân, TP. HCM
- Quy mô: 18 ha
- Dòng sản phẩm chính: Chung cư (1043 căn)

Tiến độ:

- Hoàn thiện xây dựng, đã bắt đầu bàn giao sản phẩm từ T10/2024.
- Đến hết 2024, đã bàn giao khoảng 60% sản phẩm



Tên dự án: Clarita (Bình Trưng Đông 1)

- Tỷ lệ sở hữu: 51% (hợp tác với Keppel Land – Singapore)
- Vị trí: TP. Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 5.8 ha
- Dòng sản phẩm chính: Biệt thự, nhà liền kề (~160 sản phẩm thấp tầng)

Tiến độ:

- Khởi công từ Q4/2023
- Đã hoàn thiện mặt ngoài.
- Dự kiến có thể mở bán và bàn giao trong 2025.



Tên dự án: Emerica (Bình Trưng Đông 2)

- Tỷ lệ sở hữu: 51% (hợp tác với Keppel Land – Singapore)
- Vị trí: TP. Thủ Đức, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 6.0 ha
- Dòng sản phẩm chính: Biệt thự, nhà liền kề

Tiến độ:

- Khởi công từ Q4/2023
- Đã hoàn thiện mặt ngoài.
- Dự kiến có thể mở bán và bàn giao trong 2025.



Tên dự án: The Solina

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: KDC 11A, Bình Hưng, Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 16.4 ha, gồm 2 giai đoạn (GD1: 14 ha, GD2: 2.4 ha)
- Dòng sản phẩm chính: Nhà phố (268 căn), biệt thự (38 căn), căn hộ (1500 căn)

Tiến độ:

- Đã có quy hoạch 1/500, trả tiền sử dụng đất giai đoạn 1 và nhận giấy phép xây dựng hạ tầng.
- Kỳ vọng triển khai xây dựng phân khu thấp tầng vào mở bán vào cuối năm 2025 – đầu 2026.



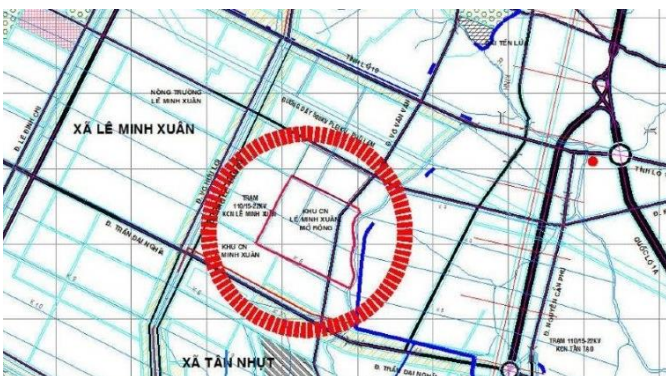
Tên dự án: KDC Phong Phú 2 (Green Village)

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 132.9 ha
- Dòng sản phẩm chính: Nhà thấp tầng & căn hộ
- Tiến độ: Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, đang xin giấy chứng nhận quyền sử dụng đất



Tên dự án: Tân Tạo Mega Township

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Tân, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 330 ha
- Dòng sản phẩm chính: Nhà thấp tầng & Căn hộ
- Tiến độ: Đã có Chủ trương đầu tư, Quy hoạch 1/500 và gần hoàn thiện công tác giải phóng mặt bằng.



Tên dự án: KCN Lê Minh Xuân

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 109.9 ha chia làm 3 giai đoạn (GD1: 89 ha)
- Dòng sản phẩm chính: BĐS khu công nghiệp
- Tiến độ: GD1 đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và đã nhận được giấy phép xây dựng hạ tầng. GD2 và GD3 đang tiến hành giải phóng mặt bằng.

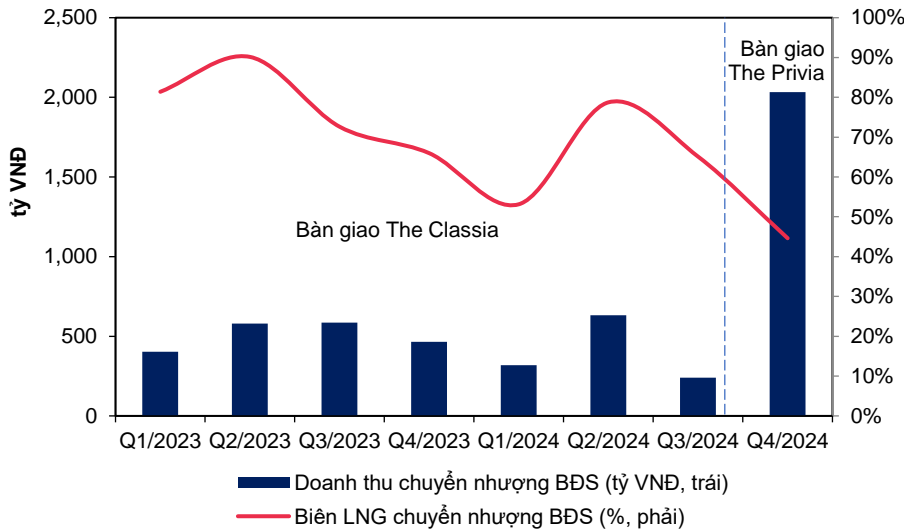
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Bàn giao phần còn lại của The Privia hỗ trợ lợi nhuận nửa đầu 2025

Dự án The Privia được mở bán đợt 1 vào cuối tháng 11/2023 và đã bán hết giỏ hàng 1043 căn hộ trong vòng 3 tháng kể từ ngày mở bán nhờ giá bán ở mức hợp lý, chỉ từ 48 tr/m2. Trong năm 2024, doanh thu và lợi nhuận của KDH được hỗ trợ bởi bàn giao The Classia trong nửa đầu năm và bàn giao 60% sản phẩm tại dự án The Privia trong quý cuối năm. Toàn bộ sản phẩm của The Privia đã

được bán hết trước đó, do đó chúng tôi kỳ vọng 40% số căn hộ còn lại sẽ được bàn giao trong nửa đầu năm 2025, hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Cần lưu ý rằng do tính chất sản phẩm dự án là chung cư, biên lợi nhuận gộp của The Privia sẽ thấp hơn so với các sản phẩm biệt thự & nhà liền kề khác của KDH.

Hình 12: Doanh thu Q4/2024 của KDH được hỗ trợ chủ yếu nhờ bàn giao The Privia, nhưng biên lợi nhuận gộp thấp hơn các quý trước



Nguồn: MBS Research ước tính

Clarita và Emeria là động lực chính trong giai đoạn 2025-2026, trong khi The Solina có nhiều chuyển biến tích cực

Clarita và Emeria là động lực chính trong giai đoạn 2025-2026

Clarita và Emeria – hai dự án thành phần của cụm dự án The Foresta (Đoàn Nguyên – Bình Trưng Đông) - được kỳ vọng là hai dự án chủ lực đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của KDH trong giai đoạn 2025-2026 khi quá trình xây dựng đã gần hoàn thiện, chỉ còn chờ hoàn thành các yêu cầu pháp lý liên quan đến thay đổi cảnh quan. Giá bán cho các sản phẩm thấp tầng tại hai dự án này ở mức khá cao, dao động từ 180 triệu/m² đến 400 triệu/m², theo mặt bằng giá cao trước đó của các sản phẩm BĐS tại phía Đông TP. HCM (The Meadow, L'Arcade).

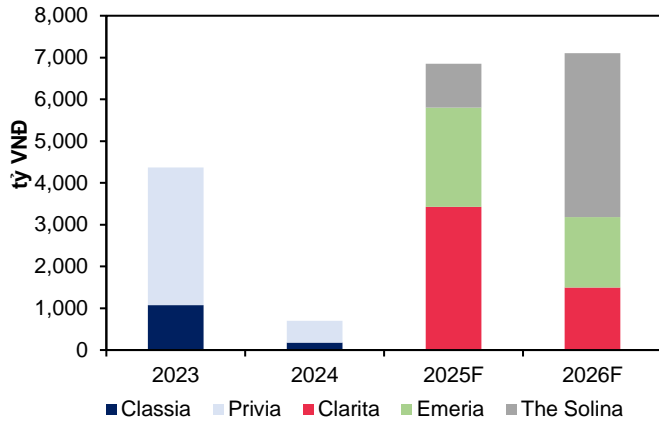
Tuy mặt bằng giá ở mức cao, chúng tôi cho rằng các sản phẩm tại hai dự án này sẽ được hấp thụ với tỷ lệ tốt nhờ: (1) Nguồn cung các sản phẩm thấp tầng tại TP. HCM hạn chế, trong khi nhu cầu luôn ở mức cao, được chứng minh bằng tỷ lệ hấp thụ các quý trước đó, (2) Các sản phẩm của KDH đã hoàn thiện pháp lý, có vị trí thuận lợi nằm tại trung tâm thành phố Thủ Đức, gần cao tốc TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây, đồng thời chủ đầu tư dự án là KDH và Keppel Land đều là những đơn vị uy tín. Theo đó, chúng tôi cho rằng doanh thu của Clarita và Emeria trong giai đoạn 2025-2026 sẽ lần lượt đạt mức 4,144 tỷ VNĐ/ 4,839 tỷ VNĐ, đóng góp lần lượt 70.4% và 75.2% vào tổng doanh thu của KDH trong giai đoạn này.

The Solina có nhiều chuyển biến tích cực, dự kiến bắt đầu bàn giao kể từ 2026

Dự án có nhiều tiến triển tốt về mặt pháp lý, khi đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và trả tiền sử dụng đất giai đoạn 1, nhận được giấy phép xây dựng hạ tầng và đang tiếp tục hoàn thành hạ tầng. Chúng tôi cho rằng The Solina sẽ được

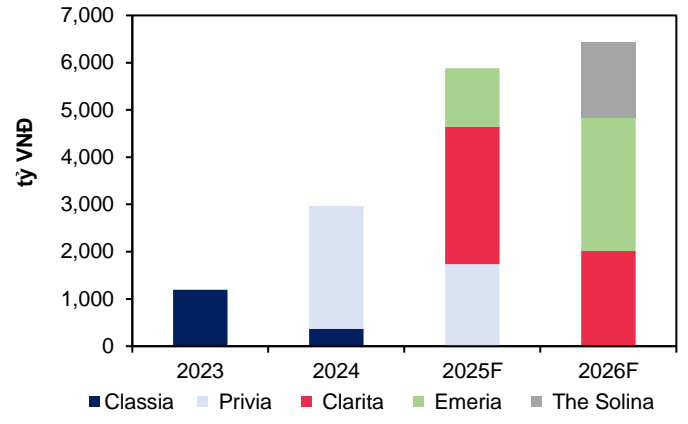
mở bán vào cuối năm 2025, đồng thời có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ bàn giao sản phẩm dự án vào năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán của The Solina trong GD 2025-2026 sẽ lần lượt đạt mức 1,050 tỷ VNĐ/ 3,916 tỷ VNĐ, trong khi doanh thu từ bàn giao có thể ghi nhận mức 1,597 tỷ VNĐ vào năm 2026.

Hình 13: Dự phóng cơ cấu doanh số ký bán – presale theo dự án



Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 14: Dự phóng giá trị bàn giao theo dự án



Nguồn: MBS Research dự phóng

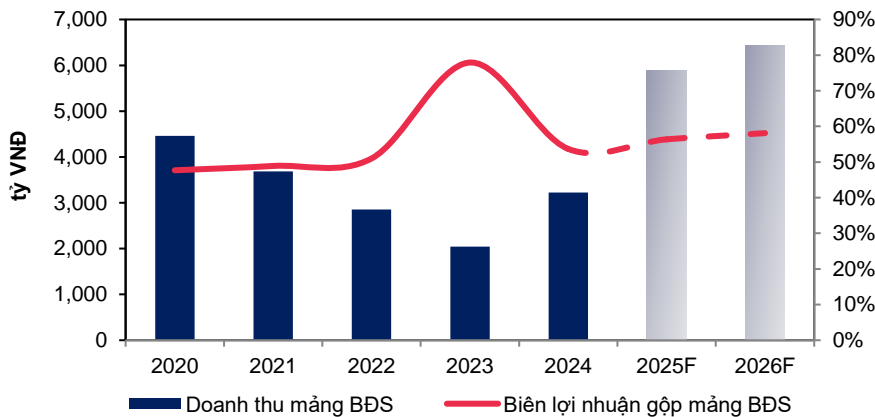
Hình 15: Tổng hợp dự phóng tiến độ các dự án

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	2023	2024	2025	2026	2027	Sau 2027
1	Classia	100%	Open	Open				
2	The Privia	100%		Open	Open			
3	Clarita (Bình Trưng Đông)	51%			Open	Open		
4	Emeria (Bình Trưng Đông)	51%			Open	Open		
5	The Solina (Bình Chánh)	100%				Open	Open	
6	Tân Tạo Mega Township (Bình Tân)	100%					Open	Open
7	Green Village (KDC Phong Phú 2)	100%					Open	Open
8	KCN Lê Minh Xuân	100%						Open

Chú thích: Mở bán: ■ Bàn giao ■

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 16: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng BĐS của KDH



Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

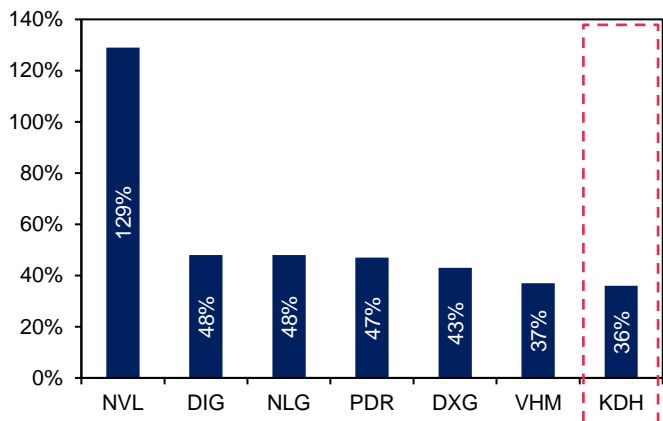
Dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

Hình 17: Dự phóng của MBS về KQKD của KDH giai đoạn 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	% sv dp cũ	2026F	% svck	% sv dp cũ	Đánh giá
Doanh thu	3,279	5,955	82%	11%	6,491	9%	9%	Doanh thu 2025 được hỗ trợ một phần bởi bàn giao phần còn lại của Privia, trong khi Clarita và Emeria dự kiến bàn giao trong GĐ 2025-2026.
Lợi nhuận gộp	1,740	3,331	91%	17%	3,737	12%	19%	
Biên lợi nhuận gộp	53.1%	55.9%	2.9 đpt	2.5%	57.6%	1.6 đpt	4.5%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện so với 2024 khi các sản phẩm bàn giao chủ yếu là các sản phẩm thấp tầng với biên lợi nhuận gộp cao hơn sản phẩm chung cư (Privia 2024).
Chi phí quản lý và bán hàng	431	774	80%	19%	869	12%	11%	
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	13.1%	13.0%	-0.1 đpt	0.8%	13.4%	0.4 đpt	0.2%	Chi phí quản lý và bán hàng dự kiến tăng phù hợp với tốc độ tăng trưởng doanh thu; dự kiến tăng chi phí bán hàng trong năm 2026 phục vụ cho việc mở bán The Solina.
Thu nhập tài chính	37	66	77%	60%	76	15%	65%	
Chi phí tài chính	(216)	(310)	43%	93%	(325)	5%	83%	Dự kiến KDH sẽ tiếp tục vốn hóa lãi vay, các chi phí tài chính ghi trên bảng kết quả HĐKD vẫn chủ yếu là chiết khấu thanh toán.
Thu nhập khác	(80)	(92)	15%	n/a	(100)	9%	n/a	Dự phóng cũ chưa tính đến các khoản chi phí dịch vụ quản lý hoặc phạt – bồi thường có thể có. Dự phóng mới dựa trên cơ sở thận trọng.
Lợi nhuận từ LDLK	-	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	1,051	2,222	111%	37%	2,519	13%	45%	
Lợi nhuận sau thuế	803	1,777	121%	9%	2,015	13%	16%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	810	989	22%	-7%	1,052	6%	-21%	Lợi nhuận năm 2025 chủ yếu đến từ bàn giao các dự án thành phần của cụm dự án The Foresta – KDH chỉ sở hữu 51%, do đó lợi ích của cổ đông thiểu số là khá lớn. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng kết quả năm 2026 có sự đóng góp của The Solina – KDH sở hữu 100%. Lợi nhuận của cổ đông thiểu số tăng cao hơn so với dự phóng cũ để phù hợp với tỷ lệ sở hữu của KDH tại các dự án mà KDH kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận.

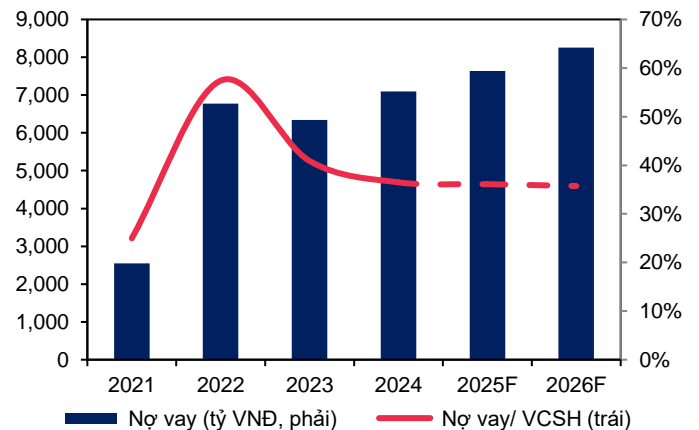
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 18: KDH hiện đang là một trong những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay/VCSH thấp nhất ngành...



Nguồn: FiinProX

Hình 19: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới khi nợ vay tăng lên phục vụ các dự án mới nhưng VCSH cũng được hỗ trợ bởi lợi nhuận giữ lại



Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,088	3,279	5,944	6,500	LN trước thuế	1,069	1,051	2,213	2,526
Giá vốn hàng bán	(501)	(1,538)	(2,623)	(2,754)	Khấu hao	(5)	8	12	13
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	3,321	3,746	CP lãi vay	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(205)	(209)	(386)	(430)	Các khoản điều chỉnh khác	(50)	(37)	(2)	(3)
Chi phí bán hàng	(162)	(222)	(387)	(440)	Thay đổi VLĐ	(2,558)	(5,274)	(3,668)	(1,757)
LN từ HĐKD	1,220	1,309	2,548	2,876	LCTT từ HĐKD	(1,543)	(4,252)	(1,446)	779
EBITDA thuần	1,215	1,317	2,560	2,889	Đầu tư TSCĐ	(194)	(95)	(73)	(96)
LN trước thuế & lãi vay	1,220	1,309	2,548	2,876	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(22)	0	-	-
Thu nhập lãi	50	37	66	76	Khác	3,029	(219)	62	(166)
Chi phí tài chính	(148)	(216)	(309)	(325)	LCTT từ đầu tư	2,813	(314)	(11)	(261)
Thu nhập ròng khác	(53)	(80)	(92)	(100)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	132	3,179	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	(425)	752	538	616
LN trước thuế	1,069	1,051	2,213	2,526	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(20)	(47)
Thuế TNDN	(340)	(248)	(443)	(505)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	730	803	1,770	2,021	LCTT từ hoạt động TC	(293)	3,932	518	570
Lợi ích cổ đông thiểu số	(14)	7	(791)	(965)	Tiền & tương đương tiền đầu ki	2,753	3,730	3,096	2,157
Lợi nhuận ròng	716	810	980	1,056	LC tiền thuần trong năm	977	(634)	(939)	1,088
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối ki	3,730	3,096	2,157	3,244
Lợi nhuận giữ lại	716	810	980	1,056					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	3,730	3,096	2,157	3,244	Tăng trưởng doanh thu thuần	-28%	57%	81%	9%
Đầu tư ngắn hạn	9	277	145	158	Tăng trưởng EBITDA	50%	8%	94%	13%
Phải thu khách hàng	1,831	3,013	5,334	5,834	Tăng trưởng LN từ HĐKD	115%	107%	195%	113%
Hàng tồn kho	18,787	22,180	24,698	26,189	Tăng trưởng LN trước thuế	-24%	-2%	111%	14%
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,840	32,905	36,054	Tăng trưởng LN ròng	-35%	13%	21%	8%
Tài sản cố định	81	73	85	100	Tăng trưởng EPS	-35%	13%	21%	8%
Xây dựng cơ bản dở dang	933	1,027	1,073	1,137	Biên LN gộp	76%	53%	56%	58%
BĐS đầu tư	131	233	237	240	Biên EBITDA	51%	32%	37%	39%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	34%	25%	16%	16%
Đầu tư vào công ty LD, LK	12	-	-	-	ROAE	4.6%	4.2%	4.6%	4.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	511	510	488	636	ROAA	2.7%	2.6%	2.8%	2.8%
Tổng tài sản dài hạn	1,744	1,913	2,047	2,284	ROIC	3.3%	3.1%	3.4%	3.4%
Tổng tài sản	26,481	30,753	34,952	38,339					
Vay & nợ ngắn hạn	1,444	1,100	667	1,135	Vòng quay tài sản	8%	11%	17%	17%
Phải trả người bán	92	288	104	91	Tổng nợ vay/VCSH	41%	36%	36%	36%
Phải trả ngắn hạn khác	3,809	2,791	4,886	5,696	Nợ vay ròng/VCSH	17%	21%	26%	22%
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,179	5,657	6,921	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10%	13%	16%	13%
Vay & nợ dài hạn	4,901	5,998	6,969	7,117	Khả năng thanh toán lãi vay	n/a	n/a	n/a	n/a
Các khoản phải trả khác	711	1,125	1,179	1,214	Số ngày phải thu	320	335	328	328
Tổng nợ dài hạn	5,612	7,123	8,148	8,332	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	13,683	5,263	3,436	3,471
Tổng nợ	7,057	8,223	8,814	9,466	Số ngày phải trả tiền bán	67	68	15	12
Vốn điều lệ	7,993	10,111	10,111	10,111	Khả năng thanh toán ngắn hạn	4.6	6.9	5.8	5.2
Thặng dư vốn cổ phần	1,339	3,314	3,314	3,314	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.6	1.5	1.4
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.7	0.8	0.4	0.5
LN giữ lại	3,766	3,617	4,483	5,416					
Các quỹ thuộc VCSH	352	352	391	433	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,394	18,300	19,274	EPS	895	801	969	1,045
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,057	2,848	3,812	BVPS	16,828	17,202	18,098	19,062
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,450	21,147	23,086	P/E	36.5	40.8	33.7	31.3
Tổng nợ và VCSH	26,481	30,753	34,952	38,339	P/B	1.9	1.9	1.8	1.7

Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Nghiêm Phú Cường
Ngô Quốc Hưng
Đình Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện
Nguyễn Đức Hào

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly