

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)

MUA +42,1%

Ngành	Bất động sản
Ngày báo cáo	15/05/2025
Giá hiện tại	35.700 VND
Giá mục tiêu	26.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	17.100 VND
TL tăng	-24,9%
Lợi suất cổ tức	7,0%
Tổng mức sinh lời	-17,9%

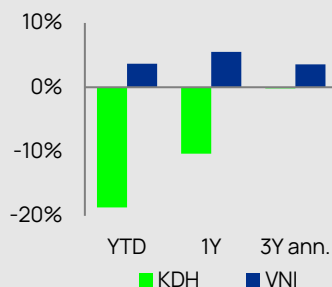
GT vốn hóa	106,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	111,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	6,5%
SL cổ phiếu lưu hành	2,987 tỷ
Pha loãng	2,987 tỷ

	KDH	Peers	VNI
P/E (trượt)	33,7x	38,8x	13,1x
P/B (ht)	1,7x	1,7x	1,6x
ROE	5,6%	25,7%	12,9%
ROA	2,9%	5,3%	2,0%

Tổng quan công ty

KDH là chủ đầu tư bất động sản uy tín tại TP. HCM. Năm 2017, công ty mở rộng sang phát triển kinh doanh các dự án căn hộ trung cấp. KDH hiện sở hữu quỹ đất lớn tại Thành phố Thủ Đức, Quận Bình Chánh và Quận Bình Tân thuộc TP. HCM.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Nhật Anh
Chuyên viên cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.279	4.790	5.087	5.917
Doanh thu % YoY	57,0%	46,1%	6,2%	16,3%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.309	2.403	2.687	3.038
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	809	949	1.053	1.332
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	13,0%	17,3%	11,0%	26,5%
EPS % YoY	8,9%	4,8%	11,0%	26,5%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	900	4.800	6.000	7.200
Biên LN gộp	53,1%	61,6%	65,9%	62,6%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	50,2%	52,8%	51,3%
Biên LN ròng	24,7%	19,8%	20,7%	22,5%
ROE	4,6%	5,3%	5,5%	6,6%
Nợ vay ròng/CSH	19,2%	21,2%	21,7%	18,6%
P/E	35,6x	34,0x	30,6x	24,2x
P/B	1,7x	1,6x	1,5x	1,4x

Việc mở bán phần thấp tầng sắp tới của dự án Gladia sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng năm 2025

- Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH), với giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 41.700 đồng/cổ phiếu, do chúng tôi điều chỉnh thời điểm mở bán dự án KCN Lê Minh Xuân Mở rộng sang năm 2027 (so với dự báo trước đó là năm 2026) và số dư nợ ròng ghi nhận tăng vào cuối quý 1/2025. Các yếu tố trên phần lớn được bù đắp bởi tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang giữa năm 2026.
- Đối với năm 2025, chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi ở mức 949 tỷ đồng (+17% YoY), do được thúc đẩy bởi: (1) dự báo của chúng tôi về việc công ty sẽ mở bán phần thấp tầng của dự án Gladia (trước đây được biết đến là dự án liên doanh với Keppel tại TP Thủ Đức, TP. HCM; KDH sở hữu 51% cổ phần), và (2) hoạt động bàn giao các căn hộ còn lại tại The Privia (quận Bình Tân, TP.HCM; tổng cộng khoảng 1.040 căn cao tầng; đã bán 100% và đã bàn giao khoảng 90% tính đến cuối quý 1/2025).
- Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 11% YoY, nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động mở bán dự kiến tại The Solina (hiện đang trong quá trình san lấp và thi công hạ tầng) và dự báo của chúng tôi về việc bàn giao tại Gladia. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm 14% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của chúng tôi, chủ yếu do chúng tôi dời thời điểm mở bán dự kiến của KCN Lê Minh Xuân Mở rộng sang năm 2027 (so với giả định trước đó của chúng tôi là năm 2026).
- Với uy tín thương hiệu mạnh của KDH và triển vọng phục hồi dự kiến của thị trường BĐS, chúng tôi dự báo doanh số bán hàng trung bình giai đoạn 2025–26 của KDH sẽ đạt khoảng 5,4 nghìn tỷ đồng/năm (so với mức cơ sở thấp 900 tỷ đồng của năm 2024), nhờ được thúc đẩy bởi các đợt mở bán dự án mới dự kiến của công ty.
- KDH hiện đang giao dịch với P/B dự phóng các năm 2025/26 lần lượt ở mức 1,6 lần/1,5 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi), thấp hơn so với mức P/B trung bình 3 năm là 2,0 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hấp dẫn khi xét đến quỹ đất giá trị lớn của công ty tại TP.HCM.
- Rủi ro: Việc mở bán các dự án quy mô lớn như Tân Tạo diễn ra chậm hơn dự kiến.

Gladia sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận trong khoảng thời gian còn lại của năm 2025:

Bên cạnh hoạt động bàn giao các căn hộ còn lại tại dự án The Privia, chúng tôi kỳ vọng Gladia (11,8 ha; dự án gồm ~200 căn thấp tầng và ~600 condo; TP. Thủ Đức, TP. HCM; KDH sở hữu 51%) sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận và doanh số bán hàng của KDH trong khoảng thời gian còn lại của năm 2025. Công ty đã hoàn tất phần lớn tiến trình xây dựng đối với phần thấp tầng tại Gladia và dự kiến sẽ nhận được giấy phép mở bán trong quý 2/2025.

Các dự án quy mô vừa sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong năm 2025/26 so với mức cơ sở thấp của năm 2024: Ngoài kỳ vọng đối với dự án Gladia, chúng tôi cũng kỳ vọng The Solina (~500

căn thấp tầng hoặc ~13 ha trong giai đoạn 1; đã nộp đủ tiền sử dụng đất cho giai đoạn 1) và KCN Lê Minh Xuân mở rộng (tổng diện tích ~110 ha) sẽ bắt đầu lần lượt đóng góp doanh số kể từ năm 2026 và 2027. Cả 2 dự án đã bắt đầu triển khai hạ tầng trong quý 1/2025, theo KDH.

Dự án Tân Tạo hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn: Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án Tân Tạo (~329 ha tại Quận Bình Tân, TP.HCM) sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2027. Chúng tôi cho rằng dự án này sẽ là nền tảng cho tăng trưởng dài hạn của KDH, được hỗ trợ bởi (1) uy tín đã được chứng minh và nền tảng tài chính vững chắc của công ty, và (2) nhu cầu lớn trong bối cảnh nguồn cung mới hạn chế tại TP. HCM.

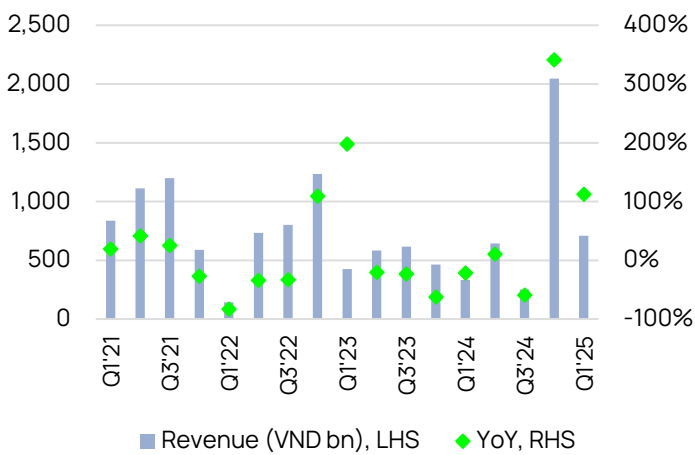
Triển vọng năm 2025: Phần thấp tầng của dự án Gladia sẽ thúc đẩy lợi nhuận trong khoảng thời gian còn lại của năm 2025

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 điều chỉnh	Dự báo 2025 đc/ 2024	Dự báo 2025 đc/dự báo cũ	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	3.279	4.858	4.790	46%	-1%	* Chúng tôi dự báo doanh thu tăng mạnh YoY, nhờ (1) dự kiến mở bán các căn thấp tầng tại Gladia (trước đây được biết tới là dự án liên doanh với Keppel; tổng dự án bao gồm ~200 căn thấp tầng và ~600 căn chung cư tại Thành phố Thủ Đức; KDH nắm giữ 51%) và (2) ghi nhận bàn giao các căn hộ đã bán trước còn lại tại The Privia (100% đã bán trước và ~90% đã bàn giao tính đến cuối quý 1 năm 2025). * Chúng tôi dự kiến Gladia và The Privia sẽ đóng góp lần lượt 75% và 20% vào dự báo doanh thu năm 2025 của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	1.740	2.965	2.950	70%	-1%	
Chi phí SG&A	-431	-564	-547	27%	-3%	
LN từ HĐKD	1.309	2.401	2.403	84%	0%	
Thu nhập tài chính	37	42	42	13%	0%	
Chi phí tài chính	-216	-231	-231	7%	0%	* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng khoản nợ mới chủ yếu sẽ tài trợ cho việc phát triển dự án. Do đó, gần như toàn bộ chi phí lãi vay sẽ được vốn hóa. Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay vốn hóa năm 2025 là 819 tỷ đồng (+7% YoY). * Chi phí tài chính trong kỳ bao gồm các khoản chiết khấu thanh toán được giả định là ưu đãi cho người mua nhà.
Thu nhập/lỗ ròng khác	-80	0	0	N.M.	0%	* Chúng tôi giả định không có thu nhập/lỗ nào khác trong năm 2025.
LNTT	1.050	2.212	2.215	111%	0%	
Chi phí thuế	-248	-442	-443	79%	0%	
Lợi ích CĐTS	7	-823	-823	N.M.	0%	* Chúng tôi dự báo tăng trưởng theo năm về lợi ích CĐTS vào năm 2025 vì chúng tôi kỳ vọng Gladia (do KDH sở hữu 51%) sẽ đóng góp 75% vào dự báo doanh thu năm 2025 của KDH (so với 0% vào năm 2024).
LNST sau lợi ích CĐTS	809	947	949	17%	0%	
Biên lợi nhuận gộp	53,1%	61,0%	61,6%			* Tăng theo năm chủ yếu là do doanh thu từ các căn hộ thấp tầng tại Gladia.
Chi phí SG&A/Doanh thu	13,1%	11,6%	11,4%			
Biên LN từ HĐKD	39,9%	49,4%	50,2%			
Biên LN ròng	24,7%	19,5%	19,8%			

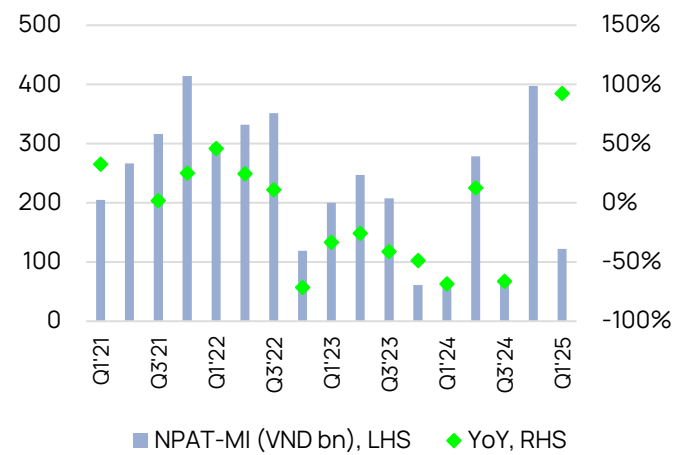
Nguồn: Báo cáo tài chính của KDH, dự báo của Vietcap

Hình 2: Doanh thu



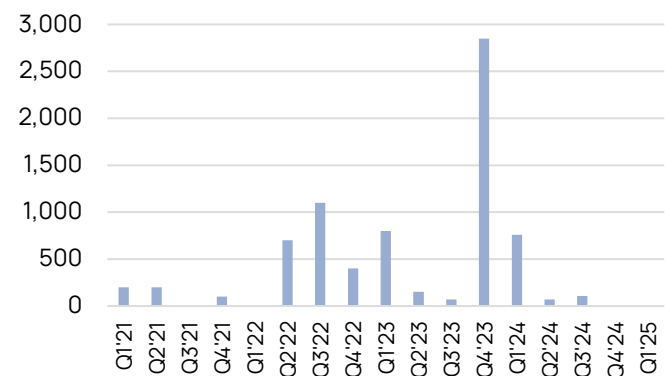
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 3: LNST sau lợi ích CĐTS



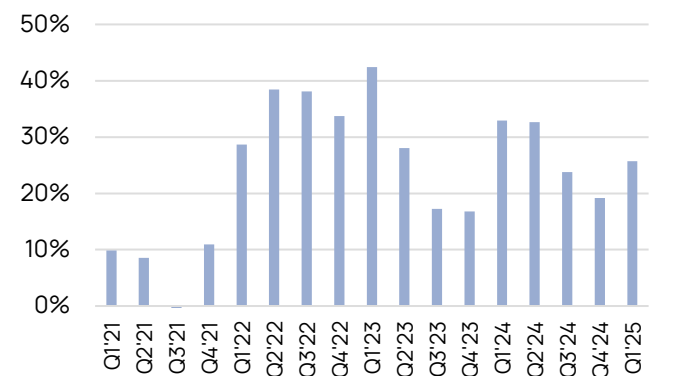
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 4: Doanh số (tỷ đồng)



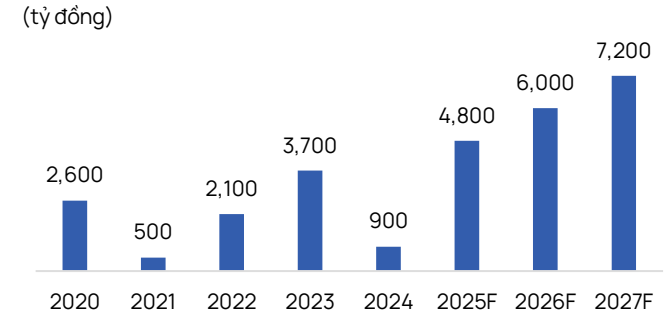
Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 5: Nợ vay ròng/vốn CSH



Nguồn: KDH, Vietcap

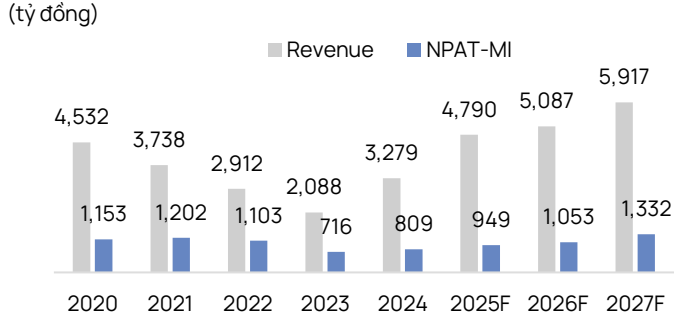
Hình 2: Dự báo doanh số của KDH



Các dự án chính (% dự báo doanh số*)	2025F	2026F	2027F
Dự án liên doanh với Keppel	100%	85%	43%
The Privia	0%	0%	0%
Classia	0%	0%	0%
The Solina	0%	15%	13%
Tân Tạo	0%	0%	44%

Nguồn: Vietcap dự báo. Lưu ý: (*) Dự án khu dân cư.

Hình 3: Dự báo doanh thu & LNST sau lợi ích CĐTS của KDH



Các dự án chính (% dự báo doanh thu*)	2025F	2026F	2027F
Dự án liên doanh với Keppel	75%	81%	56%
The Privia	20%	0%	0%
Classia	0%	0%	0%
The Solina	0%	14%	15%
Tân Tạo	0%	0%	21%
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	0%	0%	8%
Bán lô đất	5%	5%	0%

Nguồn: Vietcap dự báo

Hình 4: Các dự án chính của KDH tại phía Đông và Tây Nam TP.HCM



Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Emerica & Clarita là dự án liên doanh với Keppel, tên thương mại là “Gladia”.

Hình 5: Dự báo về tiến độ thi công và bàn giao các dự án BĐS lớn của KDH

Tất cả dự án tại TP. HCM	Diện tích (ha)	Số căn ⁽¹⁾ (mở bán %)	Mở bán	Giai đoạn mở bán ⁽²⁾	Giai đoạn bàn giao ⁽²⁾	Hiện trạng pháp lý					
						Phê duyệt đầu tư	Quy hoạch 1/500	Đền bù	Phân bổ đất	LURF [^]	Giấy phép xây dựng
Classia	4.3	180 căn thấp tầng (100%)	Q3 2022	2022-2024	2022-2024	– Đã bán và bàn giao toàn bộ tính đến cuối năm 2024.					
The Privia	1.9	1.040 condo (100%)	Q4 2023	2023- 2024	2024-2025F	– Chính thức mở bán vào giữa tháng 11/2023. – Đã bán 100% và bàn giao ~90% tính đến cuối năm 2024 (bắt đầu bàn giao từ tháng 10/2024).					
Dự án liên doanh với Keppel ⁽³⁾	11.8	820 (gồm 220 căn thấp tầng)	2025 ⁽²⁾	2025- 2028F	2025- 2030F	– Tính đến tháng 05/2025, việc xây dựng phần thấp tầng gần như đã hoàn tất. – Ban lãnh đạo dự kiến sẽ nhận được giấy phép bán hàng vào quý 2/2025, sau đó công ty sẽ bắt đầu mở bán.					
The Solina	16.4	~500 căn thấp tầng trong Giai đoạn 1	2026 ⁽²⁾	2026-2032F	2026-2032F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1
Tân Tạo	329.0		2027 ⁽²⁾	2027-2035F	2027-2035F	Hoàn tất	Hoàn tất	>85%	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
Phong Phú 2 ⁽⁴⁾	~30					Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Gần hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
Bình Trưng Đông ⁽⁴⁾	~20					Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Gần hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
KCN LMX mở rộng ⁽⁵⁾	109.9		2027 ^(^) ⁽²⁾	2027-2031F	2027-2031F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	In process	Hoàn tất Giai đoạn 1

Nguồn: KDH, Vietcap. Lưu ý: (1) tổng số căn hộ của dự án, được làm tròn đến hàng chục gần nhất; (2) Giả định và dự báo của Vietcap; (3) KDH nắm giữ 51% và Keppel nắm giữ 49% cổ phần trong dự án liên doanh (Emerica & Clarita); (4) các dự án này vẫn chưa được đưa vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi; (5) dự án KCN; (^) ‘LURF’ là ‘tiền sử dụng đất’.

Hình 6: Dự án liên doanh của KDH với Keppel

Dự án liên doanh (Emeria & Clarita; KDH sở hữu 51%)

Emeria (6,0 ha): Khoảng 60 căn thấp tầng và khoảng 600 căn cao tầng

Clarita (5,8 ha): Khoảng 160 căn thấp tầng

- Gần đường Võ Chí Công, P. Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức, TP.HCM.
- Tập đoàn Keppel mua lại 49% cổ phần tại 2 dự án BĐS liền kề Emeria và Clarita từ KDH với tổng giá trị đạt 3,2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn từ tháng 6 - tháng 8/2023.
- Theo KDH, việc xây dựng phần thấp tầng của dự án hầu như đã hoàn tất, dự kiến sẽ nhận được giấy phép bán hàng vào quý 2/2025.
- Phần thấp tầng: Chúng tôi dự kiến việc mở bán và bàn giao sẽ diễn ra trong giai đoạn 2025 - 2027.
- Phần cao tầng: Chúng tôi dự kiến việc mở bán sẽ bắt đầu từ năm 2026 và việc bàn giao sẽ bắt đầu từ năm 2028.



Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 7: Dự án khu công nghiệp của KDH



KCN Lê Minh Xuân Mở rộng (109,9 ha)

- Vị trí: Xã Lê Minh Xuân, huyện Bình Chánh, TP. HCM
- Tình trạng: Đã hoàn tất giải phóng mặt bằng và nhận quyết định giao đất cho giai đoạn 1 (~90 ha). Dự án này đang trong quá trình xác định tiến thuê đất. KDH đã nhận được giấy phép xây dựng trong quý 1/2025.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao vào năm 2027, khi dự án đã bắt đầu được xây dựng vào quý 1/2025.
- Đối tượng khách thuê (theo KDH): logistics, dược phẩm, các ngành sản xuất có giá trị cao.

-  KDH's upcoming industrial park project
-  KDH's upcoming residential projects
-  Existing industrial parks

Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp

Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá KDH bằng phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV). Chúng tôi chủ yếu sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), trong đó chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) ước tính đến giữa năm 2025 để định giá danh mục dự án đang được xây dựng và phát triển của KDH. Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá P/B với P/B mục tiêu là 2,0 lần cho Phong Phú 2 (~30 ha, Bình Chánh, TP. HCM) và Bình Trung Đông (~20 ha, TP. Thủ Đức, TP. HCM) và P/B mục tiêu là 1,5 lần để định giá các dự án khác chưa được công bố kế hoạch chi tiết.

Chúng tôi hiện tiếp tục duy trì giá mục tiêu của KDH ở mức **41.700 đồng/cổ phiếu**, do (1) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi (2) việc điều chỉnh kế hoạch triển khai mở bán KCN Lê Minh Xuân mở rộng từ năm 2026 sang năm 2027, (3) dư nợ ròng tại thời điểm cuối quý 1/2025 cao hơn, (4) giả định WACC tăng thêm 0,5 điểm %, phù hợp với hệ số beta tăng từ 1,2 lên 1,3, và (5) tính đến kế hoạch phát hành ESOP đã được ĐHCĐ năm 2025 thông qua với 9,96 triệu cổ phiếu, giá phát hành 14.000 đồng/cổ phiếu.

Hình 8: Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp	TL sở hữu của KDH	NPV thực tế (tỷ đồng)
Dự án liên doanh với Keppel	CKDT	51%	4.347
Solina	CKDT	100%	3.099
Tân Tạo	CKDT	100%	19.897
KCN Lê Minh Xuân Mở rộng	CKDT	100%	1.564
Bình Trung Đông	GTSS	100%	9.085
Phong Phú 2	GTSS	100%	3.622
Khác	GTSS & CKDT	100%	5.851
Tổng NAV dự án			47.465
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn			2.506
(-) Tổng nợ vay			7.400
Giá trị tài sản ròng			42.571
Số lượng cổ phiếu hiện hành (triệu) *			1.021
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			41.700
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)			29.350
Tổng mức sinh lời			+42,1%
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu			48,3x
P/B dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu			2,3x
P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu			43,5x
P/B dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu			2,2x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm kế hoạch ESOP đã được ĐHCĐ năm 2025 thông qua.

Hình 9: Tóm tắt WACC

	Trước đây	Điều chỉnh
Hệ số beta	1,2	1,3
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Chi phí vốn CSH %	15,6%	16,4%
Chi phí nợ vay %	11,0%	11,0%
% Nợ vay	30,0%	30,0%
% Vốn CSH	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
WACC %	13,6%	14,1%

Nguồn: Vietcap

Tác động của chính sách thuế quan đối ứng tiềm tàng của Mỹ đối với ngành BĐS

Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ Việt Nam và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) sẽ tiếp tục có cách tiếp cận chủ động và chiến lược để đối phó với những bất định gia tăng do chính sách thuế mới từ Mỹ, nhằm ổn định thị trường bất động sản. Chúng tôi tin rằng các định hướng chính sách chính có thể bao gồm nỗ lực giữ môi trường lãi suất ổn định, vốn là yếu tố then chốt để duy trì khả năng chi trả của người dân và tâm lý đầu tư. Bên cạnh đó, đẩy mạnh phát triển hạ tầng sẽ đóng vai trò thiết yếu trong việc hỗ trợ nhu cầu nhà ở.

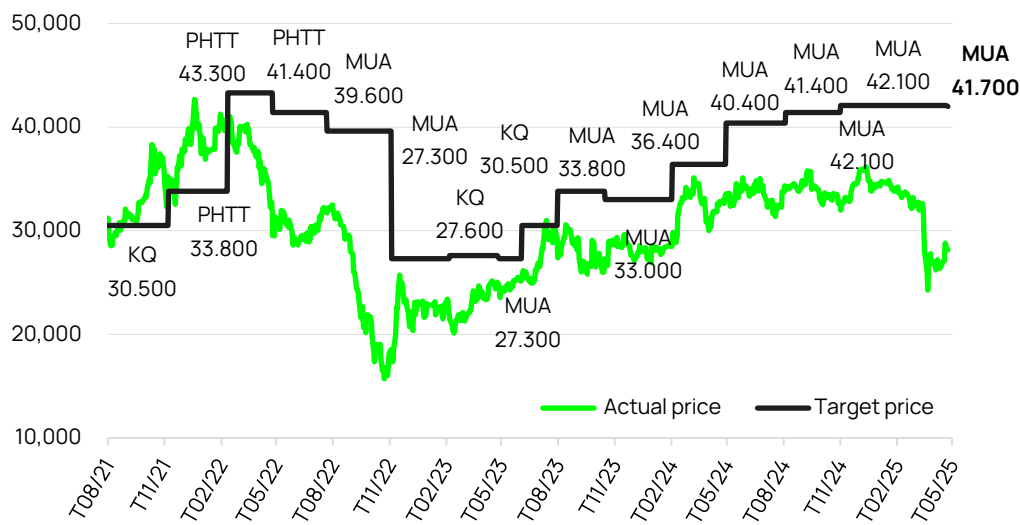
Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng lượng giao dịch sơ cấp sẽ tăng trưởng trong năm 2025 so với mức nền thấp của giai đoạn 2023–2024, được thúc đẩy bởi kỳ vọng vào (1) nhu cầu ở thực vững chắc, (2) dòng tiền đầu tư quay trở lại, (3) nguồn cung sơ cấp mới tăng nhờ thủ tục pháp lý thuận lợi hơn, (4) mặt bằng lãi suất vay mua nhà ổn định, và (5) tiến độ triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm được đẩy nhanh. Trong kịch bản kém khả quan nhất khi thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn kỳ vọng do bất định từ chính sách thuế của Mỹ, chúng tôi vẫn kỳ vọng giao dịch sơ cấp năm 2025 sẽ tăng so với năm 2024, vì các động lực hỗ trợ chính gồm (1), (3), (4) và (5) nêu trên sẽ bù đắp phần lớn tâm lý thận trọng của người mua và chủ đầu tư. Xem thêm thông tin chi tiết trong [Báo cáo Ngành BĐS](#) ngày 21/04/2025 của chúng tôi.

Đối với KDH, chúng tôi tin rằng công ty hiện đang ở vị thế thuận lợi để tận dụng khả năng phục hồi của thị trường BĐS tại TP. HCM nhờ quỹ đất lớn và năng lực triển khai đã được chứng minh.

- **Nhu cầu BĐS tại TP. HCM duy trì sự ổn định:** Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS tại TP. HCM sẽ tiếp tục bền vững, bất chấp các bất ổn từ bên ngoài. Chúng tôi cho rằng các dự án có pháp lý rõ ràng và được phát triển bởi chủ đầu tư uy tín như KDH sẽ tiếp tục ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt, do nguồn cung mới hạn chế, dân số đô thị tăng trưởng, và đầu tư hạ tầng liên tục tại thành phố.
- **Quỹ đất tại TP. HCM mà KDH sở hữu đang bị định giá thấp:** Dựa trên danh mục dự án công bố, chúng tôi ước tính KDH sở hữu khoảng 520 ha tổng diện tích tại TP. HCM, trong đó lớn nhất là dự án Tân Tạo 330 ha, với hơn 85% diện tích đã được bồi thường tính đến quý 1/2025.
- **Thành tích triển khai tốt và lợi thế về vị trí:** Bên cạnh quỹ đất, KDH đã chứng minh năng lực triển khai dự án hiệu quả, với chất lượng xây dựng, tiến độ bàn giao và quy hoạch tiện ích đồng bộ luôn đảm bảo – đây là những yếu tố then chốt đối với khách mua nhà để cao tính chắc chắn và chất lượng. Kết hợp với chiến lược tập trung vào các vị trí có tiềm năng và đã phát triển tại TP. HCM, những yếu tố này càng làm tăng sức hấp dẫn của sản phẩm do KDH cung cấp.

Diễn biến khuyến nghị

Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.279	4.790	5.087	5.917
Giá vốn hàng bán	-1.539	-1.840	-1.736	-2.213
Lợi nhuận gộp	1.740	2.950	3.352	3.703
Chi phí bán hàng	-189	-240	-292	-292
Chi phí quản lí DN	-242	-307	-373	-373
LN thuần HĐKD	1.309	2.403	2.687	3.038
Doanh thu tài chính	37	42	27	16
Chi phí tài chính	-216	-231	-240	-439
Trong đó, chi phí lãi vay	-35	-37	-42	-83
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-80	0	0	0
LNTT	1.050	2.215	2.474	2.615
Thuế TNDN	-248	-443	-495	-523
LNST trước CĐTS	802	1.772	1.979	2.092
Lợi ích CĐ thiểu số	7	-823	-926	-760
LNST sau CĐTS, báo cáo	809	949	1.053	1.332
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	809	949	1.053	1.332
EBITDA	1.315	2.453	2.736	3.088
EPS báo cáo, VND	825	864	959	1.213
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng:				
Doanh thu	57,0%	46,1%	6,2%	16,3%
LN từ HĐKD	7,3%	83,7%	11,8%	13,1%
LN trước thuế	-1,8%	110,9%	11,7%	5,7%
EPS báo cáo	8,9%	4,8%	11,0%	26,5%
Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	53,1%	61,6%	65,9%	62,6%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	50,2%	52,8%	51,3%
Biên EBITDA	40,1%	51,2%	53,8%	52,2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	24,7%	19,8%	20,7%	22,5%
ROE	4,6%	5,3%	5,5%	6,6%
ROA	2,8%	5,6%	5,9%	5,8%
Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	4,858	4,632	5,507	4,804
Số ngày phải thu	270	235	225	203
Số ngày phải trả	45	63	70	61
Chu kỳ luân chuyển tiền	5,082	4,804	5,662	4,946
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	6,9x	7,2x	6,5x	5,7x
CS thanh toán nhanh	1,6x	1,4x	1,0x	0,8x
CS thanh toán tiền mặt	0,8x	0,5x	0,2x	0,2x
Nợ vay/ Tài sản	23,1%	20,8%	18,1%	15,2%
Nợ vay/ Vốn	26,7%	23,9%	21,3%	18,4%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	19,2%	21,2%	21,7%	18,6%
CS khả năng thanh toán lãi vay	37,4x	65,0x	64,4x	36,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	3.096	2.189	1.240	1.016
Đầu tư TC ngắn hạn	277	0	0	0
Các khoản phải thu	3.018	3.150	3.112	3.467
Hàng tồn kho	22.178	24.522	27.857	30.408
TS ngắn hạn khác	275	565	691	770
Tổng TS ngắn hạn	28.844	30.426	32.901	35.662
TS cố định (nguyên giá)	1.437	1.533	1.634	1.753
- Khấu hao lũy kế	-103	-152	-201	-251
TS cố định (ròng)	1.334	1.381	1.433	1.502
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	580	580	580	580
Tổng TS dài hạn	1.914	1.961	2.013	2.082
Tổng Tài sản	30.758	32.387	34.914	37.744
Phải trả ngắn hạn	288	345	325	415
Nợ vay ngắn hạn	1.100	1.045	941	846
Nợ ngắn hạn khác	2.794	2.833	3.813	5.017
Tổng nợ ngắn hạn	4.182	4.223	5.079	6.279
Nợ vay dài hạn	5.998	5.676	5.367	4.906
Nợ dài hạn khác	1.124	1.124	1.124	1.124
Tổng nợ	11.304	11.022	11.570	12.308
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	10.111	10.211	10.211	10.211
Thặng dư vốn cổ phần	3.314	3.353	3.353	3.353
Lợi nhuận giữ lại	3.618	4.566	5.619	6.951
Vốn khác	352	352	352	352
Lợi ích CĐTS	2.059	2.882	3.808	4.568
Vốn chủ sở hữu	19.453	21.365	23.344	25.436
Tổng nguồn vốn	30.758	32.387	34.914	37.744
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	1.011	1.021	1.021	1.021

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	3.730	3.096	2.189	1.240
LNST sau lợi ích CĐTS	809	949	1.053	1.332
Khấu hao	7	49	49	49
Thay đổi vốn lưu động	-4.869	-2.332	-2.341	-1.652
Điều chỉnh khác	405	485	804	721
LCTT từ HĐ kinh doanh	-3.648	-849	-434	450
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-100	-96	-102	-118
Khác	-818	277	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-918	181	-102	-118
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	3.184	139	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-344	-55	-105	-94
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	1.097	-323	-308	-461
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	3.932	-238	-413	-555
Lưu chuyển tiền thuần	-634	-907	-949	-224
Tiền cuối năm	3.096	2.189	1.240	1.016

Nguồn: KDH, Vietcap dự báo

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

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