

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

MUA +42,2%

Ngành	Bất động sản
Ngày báo cáo	12/11/2025
Giá hiện tại	34.100 VND
Giá mục tiêu	48.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	47.100 VND
TL tăng	+42,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+42,2%

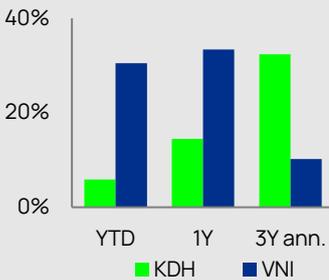
GT vốn hóa	39,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	324,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,1 tỷ
Pha loãng	1,1 tỷ

	KDH	Peers	VNI
P/E (trượt)	43,0x	17,2x	15,4x
P/B (ht)	2,1x	1,9x	1,9x
ROE	5,4%	8,8%	13,5%
ROA	3,9%	3,0%	2,0%

Tổng quan công ty

KDH là một chủ đầu tư BĐS liên thổ (nhà phố và biệt thự) có tiếng tại TP.HCM. Từ năm 2017, công ty đã mở rộng sang phát triển mảng căn hộ chung cư. Hiện tại, KDH đang sở hữu quỹ đất lớn tại 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	4.954	7.577	8.904
Doanh thu % YoY	57,0%	51,1%	53,0%	17,5%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.309	2.378	4.620	3.712
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	809	1.041	1.768	2.420
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	13,0%	28,6%	69,9%	36,9%
EPS % YoY	6,1%	18,4%	69,9%	36,9%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	900	6.100	6.800	8.600
Biên LN gộp	53,1%	56,8%	70,1%	52,6%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	48,0%	61,0%	41,7%
Biên LN ròng	24,7%	21,0%	23,3%	27,2%
ROE	5,2%	5,8%	9,1%	11,2%
Nợ vay ròng/CSH	19,2%	28,5%	31,3%	31,3%
P/E	46,8x	39,5x	23,3x	17,0x
P/B	2,2x	2,1x	1,9x	1,7x

Kỳ vọng khai mở giá trị quỹ đất, tạo động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH), và điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu lên 48.500 đồng/CP.
- Mức tăng giá mục tiêu chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) định giá cao hơn cho dự án Bình Trưng Đông, (2) giá trị sổ sách tăng đối với các dự án chưa công bố, và (3) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 đạt 1,04 nghìn tỷ đồng (+29% YoY; +1% so với dự báo trước), trong đó LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 dự báo đạt 484 tỷ đồng (gấp đôi QoQ, +22% YoY), nhờ tiếp tục bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã mở bán tại dự án "Gladia by the Waters" (11,8 ha; liên doanh với Keppel; KDH sở hữu 51%).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng 70% so với dự báo năm 2025, đạt mức 1,8 nghìn tỷ đồng, nhờ việc bán và bàn giao toàn bộ các căn thấp tầng tại dự án Gladia dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026-2027 lần lượt thêm +45% và +59%, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh dự phóng (1) tốc độ bán hàng và bàn giao tại dự án Gladia nhanh hơn, do kết quả doanh số bán hàng giai đoạn 1 vượt kỳ vọng, và (2) tiến độ mở bán dự án Bình Trưng Đông được đẩy sớm lên năm 2027, so với năm 2028 trong dự phóng trước đó.
- Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS tại các dự án nhà ở của KDH sẽ đạt mức trung bình 7,2 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025 - 2027, cao gấp 3,7 lần mức trung bình 5 năm trước, nhờ vào nhiều dự án mới sẽ được tung ra thị trường.
- KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2025/26/27 lần lượt là 2,1x/1,9x/1,7x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 2,2x và theo chúng tôi là chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng giá trị của quỹ đất lớn tại khu vực trung tâm TP.HCM, nền tảng tài chính vững chắc và triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực của công ty.
- Rủi ro: Tiến độ mở bán các dự án quy mô lớn, như dự án Tân Tạo, có thể chậm hơn dự kiến.

Quỹ đất lớn tại khu vực trung tâm TP.HCM dự kiến sẽ củng cố sức hấp dẫn của KDH: KDH hiện đã công bố danh mục quỹ đất với quy mô hơn 500 ha tại các khu vực trung tâm của TP.HCM. Bên cạnh đó, KDH cũng sở hữu bề dày kinh nghiệm phát triển các dự án chất lượng cao, năng lực bàn giao đúng tiến độ và phát triển hệ thống hạ tầng đồng bộ. Việc KDH tập trung vào các vị trí chiến lược (đã phát triển ổn định) tại TP.HCM sẽ tiếp tục gia tăng sức hút cho các sản phẩm của công ty.

Các sản phẩm thấp tầng của Gladia dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận quý 4/2025 và năm 2026: Với kết quả doanh số bán tích cực (~100 căn thấp tầng đã bán trên tổng số 226 căn, tương đương ~4 nghìn tỷ đồng), chúng tôi kỳ vọng việc bán hàng và bàn giao toàn bộ các căn thấp tầng tại Gladia – vốn đã hoàn tất giai đoạn thi công – sẽ được hoàn thành trong năm 2026. Công ty dự

kiến sẽ khởi công giai đoạn cao tầng (616 căn hộ) vào đầu năm 2026, với kế hoạch mở bán vào quý 3/2026 và bàn giao từ quý 4/2027.

Các dự án Bình Trưng Đông, The Solina và KCN Lê Minh Xuân mở rộng dự kiến sẽ bắt đầu tăng tốc từ năm 2027 trở đi, trong khi dự án Tân Tạo đóng vai trò trụ cột cho triển vọng dài hạn:

Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ bắt đầu mở bán các sản phẩm thấp tầng tại dự án mới như Bình Trưng Đông và The Solina kể từ năm 2027, cùng với việc bắt đầu đưa dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng vào kinh doanh. Tính đến tháng 10/2025, KDH đã nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án Bình Trưng Đông (18,2 ha; ~200 căn thấp tầng và ~3.500 căn cao tầng; liền kề Gladia) và đã bắt đầu xây dựng hạ tầng cho cả The Solina (~500 căn thấp tầng và ~1.000 căn cao tầng) và KCN Lê Minh Xuân mở rộng (~110 ha). Đối với dự án Tân Tạo (~330 ha), ban lãnh đạo dự kiến sẽ hoàn tất phần lớn công tác giải phóng mặt bằng vào năm 2026 và bắt đầu thi công vào năm 2027.

Triển vọng năm 2025: Việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã bán tại Gladia dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận quý 4/2025

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/2024	Dự báo 2025 mới/dự báo cũ	Giải thích/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	3.279	5.187	4.954	51%	-4%	<p>* Chúng tôi kỳ vọng việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã bán tại Gladia sẽ thúc đẩy doanh thu quý 4/2025. Tính đến đầu tháng 10/2025, khoảng 100 căn nhà phố và biệt thự tại Gladia đã được bán (~4,0 nghìn tỷ đồng), trong đó khoảng 1,0 nghìn tỷ đồng đã được ghi nhận vào doanh thu quý 3/2025, và phần backlog chưa ghi nhận còn lại là khoảng 3,0 nghìn tỷ đồng.</p> <p>* The Privia (đã hoàn tất bàn giao trong nửa đầu năm 2025) là nguồn đóng góp lợi nhuận chính trong giai đoạn 6 tháng đầu năm (6T 2025), trong khi Gladia bắt đầu ghi nhận doanh thu từ quý 3/2025 trở đi.</p>
Lợi nhuận gộp	1.740	3.061	2.812	62%	-8%	
Chi phí SG&A	-431	-580	-434	1%	-25%	
LN từ HĐKD	1.309	2.481	2.378	82%	-4%	
Thu nhập tài chính	37	42	34	-10%	-20%	
Chi phí tài chính	-216	-230	-152	-30%	-34%	<p>* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng phần nợ vay mới chủ yếu sẽ được dùng để 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 được vốn hóa vào năm 2025 sẽ ở mức 825 tỷ đồng (+7% YoY).</p> <p>* Chi phí tài chính trong giai đoạn này bao gồm các khoản chiết khấu thanh toán giả định được dùng như một hình thức ưu đãi cho người mua nhà.</p>
Thu nhập/lỗ ròng khác	-80	0	0	N.M.	N.M.	* Chúng tôi giả định sẽ không phát sinh thu nhập/chi phí khác trong năm 2025.
LNTT	1.050	2.293	2.260	115%	-1%	
Chi phí thuế	-248	-459	-452	82%	-1%	
Lợi ích CĐTS	7	-808	-767	N.M.	-5%	* Chúng tôi dự báo lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng mạnh YoY, nhờ chủ yếu được thúc đẩy bởi phần đóng góp doanh thu từ Gladia (KDH sở hữu 51%).
LNST sau lợi ích CĐTS	809	1.026	1.041	29%	1%	* Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2025 sẽ đạt 484 tỷ đồng (gấp 2 lần QoQ và +22% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi việc tiếp tục bàn giao các sản phẩm thấp tầng đã bán tại Gladia.
Biên lợi nhuận gộp	53,1%	59,0%	56,8%			* Mức tăng YoY chủ yếu đến từ phần đóng góp doanh thu của các sản phẩm thấp tầng tại Gladia.
Chi phí SG&A/Doanh thu	13,1%	11,2%	8,8%			
Biên LN từ HĐKD	39,9%	47,8%	48,0%			
Biên LN ròng	24,7%	19,8%	21,0%			

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

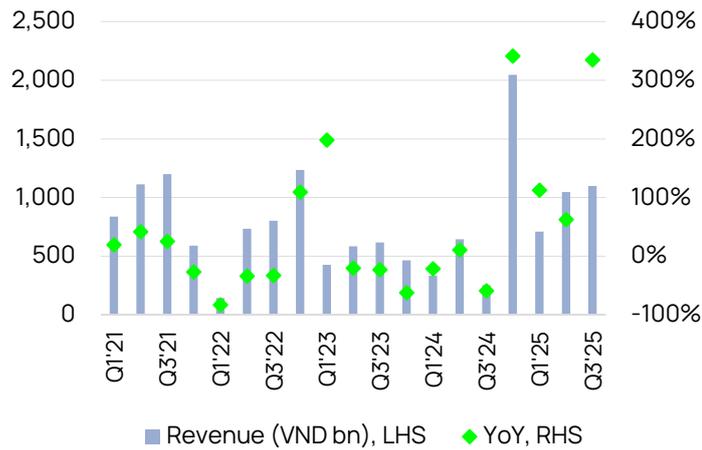
Triển vọng năm 2026: Hoạt động bán hàng và bàn giao sản phẩm tại Gladia dự kiến sẽ được hoàn tất

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	Dự báo 2026	Dự báo 2026/2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	3.279	4.954	7.577	53%	* Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần năm 2026 sẽ được thúc đẩy bởi việc tiếp tục hoạt động bán hàng và bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Gladia. Dự báo doanh số bán hàng của chúng tôi được hỗ trợ bởi vị thế thị trường thuận lợi của dự án, được thể hiện qua nguồn cung sơ cấp hạn chế tại khu vực lân cận và việc toàn bộ sản phẩm thấp tầng của dự án đã được hoàn tất thi công. * Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo năm 2026 lên thêm 27%, nhằm phản ánh đợt mở bán diễn ra sớm hơn dự kiến của dự án Gladia Giai đoạn 1.
Lợi nhuận gộp	1.740	2.812	5.312	89%	
Chi phí SG&A	-431	-434	-691	59%	
LN từ HĐKD	1.309	2.378	4.620	94%	
Thu nhập tài chính	37	34	32	-5%	
Chi phí tài chính	-216	-152	-170	12%	* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng gần như toàn bộ chi phí lãi vay sẽ được vốn hóa. Đối với năm 2026, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay được vốn hóa sẽ ở mức 897 tỷ đồng, tăng 9% so với mức dự kiến trong năm 2025. * Chi phí tài chính trong giai đoạn này bao gồm các khoản chiết khấu thanh toán giả định được dùng như một hình thức ưu đãi cho người mua nhà.
Thu nhập/lỗ ròng khác	-80	0	0	N.M.	* Chúng tôi giả định công ty sẽ không ghi nhận thu nhập/chi phí khác trong năm 2026.
LNTT	1.050	2.260	4.482	98%	
Chi phí thuế	-248	-452	-896	98%	
Lợi ích CĐTS	7	-767	-1.818	137%	* Chúng tôi dự báo lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng mạnh YoY, nhờ được thúc đẩy bởi mức đóng góp lớn hơn từ Gladia (KDH sở hữu 51%).
LNST sau lợi ích CĐTS	809	1.041	1.768	70%	* Chúng tôi kỳ vọng toàn bộ hoạt động bán hàng và bàn giao sản phẩm thấp tầng tại Gladia sẽ được hoàn tất trong năm 2026.
Biên lợi nhuận gộp	53,1%	56,8%	70,1%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	13,1%	8,8%	9,1%		
Biên LN từ HĐKD	39,9%	48,0%	61,0%		
Biên LN ròng	24,7%	21,0%	23,3%		

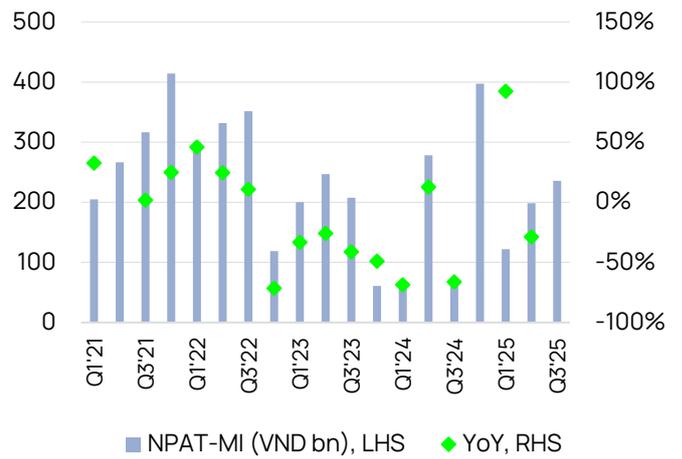
Nguồn: Báo cáo tài chính của KDH, dự báo của Vietcap

Hình 3: Doanh thu



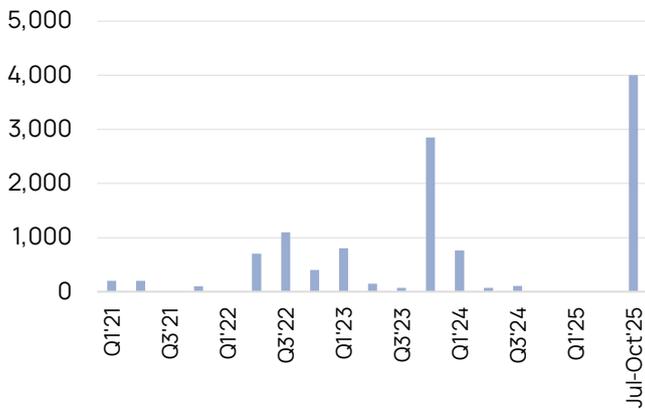
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 4: LNST sau lợi ích CĐTS



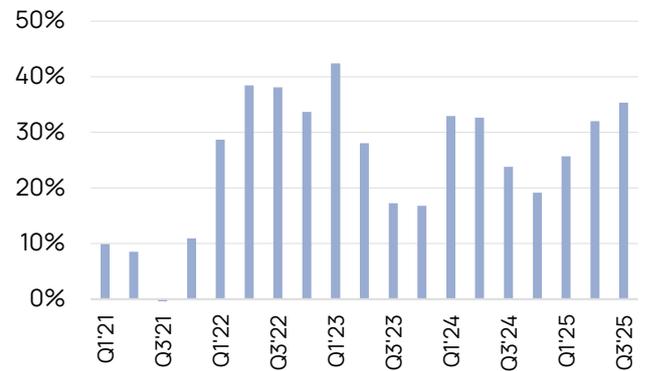
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 5: Doanh số bán (tỷ đồng)



Nguồn: Vietcap estimates

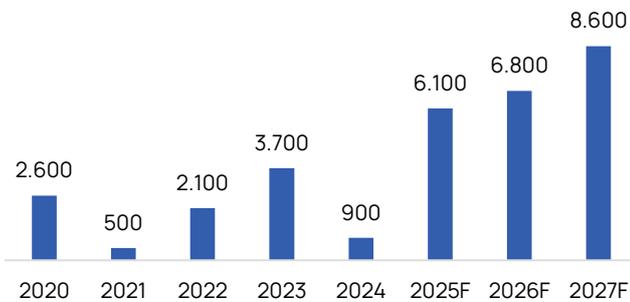
Hình 6: Nợ vay ròng/vốn CSH



Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 7: Dự báo doanh số của KDH

(VND bn)

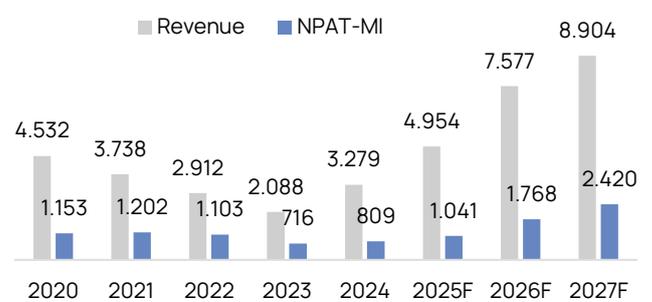


Các dự án chính (% dự báo doanh số*)	2025F	2026F	2027F
Gladia (giai đoạn thấp tầng)	100%	71%	0%
Gladia (giai đoạn cao tầng)	0%	29%	37%
Bình Trưng Đông	0%	0%	48%
The Solina	0%	0%	15%

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

Hình 8 Dự báo doanh thu & LNST sau lợi ích CĐTS của KDH

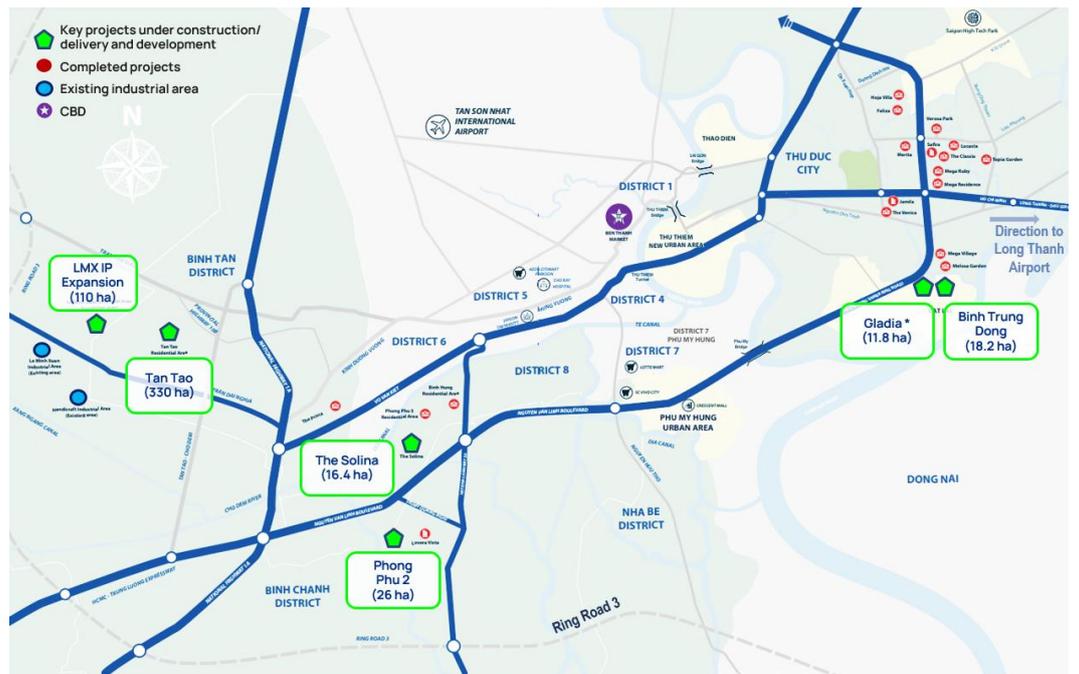
(VND bn)



Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2025F	2026F	2027F
Gladia (giai đoạn thấp tầng)	66%	100%	0%
Gladia (giai đoạn cao tầng)	0%	0%	35%
Bình Trưng Đông	0%	0%	42%
The Solina	0%	0%	11%
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	0%	0%	12%
The Privia & khác	34%	0%	0%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Các dự án chính của KDH tại phía Đông và Tây Nam TP.HCM



Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (*) Gladia by the Waters: Dự án liên doanh với Keppel; KDH sở hữu 51%.

Hình 10: 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	TSSD [^]	Giấy phép xây dựng
Gladia by the Waters ⁽³⁾	11,8	226 căn thấp tầng, và 616 căn hộ	Tháng 9/2025 đối với giai đoạn thấp tầng.	2025-2027F	2025-2029F	Giai đoạn thấp tầng (226 căn): - Đã hoàn tất thi công. - Đã bán ~100 căn (~4 nghìn tỷ đồng) tính đến đầu tháng 10/2025. - Bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tháng 9/2025 (quý 3). - Ban lãnh đạo đặt mục tiêu sẽ bán toàn bộ sản phẩm vào quý 2/2026. Giai đoạn cao tầng (616 căn): - Dự kiến sẽ bắt đầu khởi công vào đầu quý 1/2026.					
Binh Trung Đông (liên kế Gladia)	18,2	~200 căn thấp tầng, và ~3.500 căn hộ	2027F ⁽²⁾	2027-2031F	2027-2032F	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
The Solina	16,4	~500 căn thấp tầng, và ~1.000 căn hộ	2027F ⁽²⁾	2027-2031F	2027-2031F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Đã khởi công xây dựng hạ tầng vào năm 2025
Tân Tạo	330	Cập nhật sau	2028F ⁽²⁾	2028-2035F	2028-2035F	Hoàn tất	Hoàn tất	Dự kiến sẽ cơ bản hoàn tất vào năm 2026	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Dự kiến bắt đầu khởi công vào năm 2027
Phong Phú 2	26	Cập nhật sau	2029F ⁽²⁾	2029-2034F	2029-2034F	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Dự kiến bắt đầu khởi công vào năm 2027
KCN LMX mở rộng ⁽⁴⁾	109,9	Diện tích có thể cho thuê: 60ha	2027F ⁽²⁾	2027-2030F	2027-2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Đã khởi công xây dựng hạ tầng vào năm 2025

Nguồn: KDH, Vietcap. Lưu ý: (1) Tổng số sản phẩm của dự án; (2) các giá định và dự phóng của Vietcap; (3) KDH nắm giữ 51% và Keppel nắm giữ 49% cổ phần trong dự án liên doanh (Gladia); (4) dự án KCN; (^) 'TSSD' là viết tắt của 'tiền sử dụng đất'.

Hình 11: Dự án liên doanh của KDH với Keppel

Gladia by the Waters (11,8 ha) – dự án liên doanh với Keppel (KDH sở hữu 51%)

- Địa chỉ: đường Võ Chí Công, phường Bình Trưng, TP.HCM..
- Keppel Corporation đã mua lại 49% cổ phần từ KDH với tổng giá trị 3,2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn tháng 6 – 8/2023.

Thấp tầng (226 biệt thự & nhà phố):

- Đã hoàn tất thi công.
- Công ty đã ghi nhận kết quả bán hàng tích cực tính đến đầu tháng 10, với khoảng 100 căn nhà phố và biệt thự đã bán, tương ứng với tổng giá trị giao dịch cho Giai đoạn 1 là khoảng 4 nghìn tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng toàn bộ hoạt động bán hàng và bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Gladia sẽ được hoàn tất trong năm 2026.

Cao tầng (khoảng 600 căn hộ):

- Dự kiến khởi công xây dựng vào đầu năm 2026G.
- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động mở bán sẽ bắt đầu từ năm 2026 và hoạt động bàn giao sẽ bắt đầu từ năm 2027.

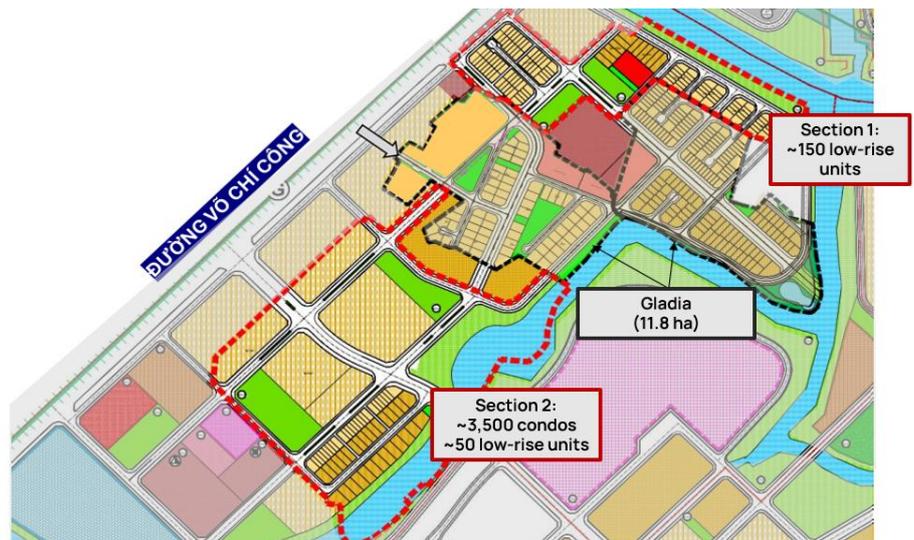


Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 12: Dự án Bình Trưng Đông của KDH

Bình Trưng Đông (18,2 ha; ~200 căn thấp tầng và ~3.500 căn hộ)

- Vị trí: Phường Cát Lái và phường Bình Trưng, TP.HCM (liền kề Gladia).
- Tình trạng: Công tác bồi thường giải phóng mặt bằng đã hoàn tất và dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 10/2025. KDH dự kiến sẽ bắt đầu khởi công xây dựng vào năm 2026.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao từ năm 2027.



Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp

Hình 13: Dự án The Solina (11A) của KDH

The Solina (16,4 ha; ~500 căn thấp tầng và ~1.000 căn hộ)

- Vị trí: Phường Bình Hưng, TP.HCM
- Tình trạng: KDH đã nộp tiền sử dụng đất cho giai đoạn 1 và đã nhận giấy phép xây dựng; công tác xây dựng đã bắt đầu trong năm 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao từ năm 2027.



Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp

Hình 14: Dự án khu công nghiệp của KDH

KCN Lê Minh Xuân Mở rộng (109,9 ha)

- Vị trí: Phường Bình Lợi, TP.HCM.
- Tình trạng: Dự án đã hoàn tất giải phóng mặt bằng, nộp tiền thuê đất cho giai đoạn 1 và đã bắt đầu khởi công xây dựng vào năm 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao từ năm 2027.
- Đối tượng khách thuê mục tiêu (theo KDH): logistics, dược phẩm và các ngành sản xuất giá trị cao.



Nguồn: KDH, Vietcap tổng hợp

Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá KDH bằng phương pháp tái định giá 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) được ước tính đến cuối năm 2025, để định giá cho danh mục các dự án đang được xây dựng và phát triển của KDH.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu của KDH lên mức 48.500 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do chúng tôi (1) điều chỉnh tăng định giá của dự án Bình Trung Đông, nhờ được thúc đẩy bởi việc chúng tôi điều chỉnh giá định về thời điểm mở bán dự kiến của dự án này sang năm 2027 (so với trước đây là năm 2028), kết hợp với việc bổ sung thêm giai đoạn cao tầng (trước đây giá định toàn bộ là thấp tầng) vào dự báo của chúng tôi; (2) điều chỉnh tăng giá trị sổ sách của các dự án chưa được công bố trong kế hoạch, dựa theo KQKD quý 3/2025 vừa được cập nhật gần đây; đồng thời (3) cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang cuối năm 2026, thay vì giữa năm 2026 như trước đây.

Hình 15: Tóm tắt định giá

Dự án	Phương pháp	TL sở hữu của KDH	NPV thực tế (tỷ đồng)
Gladia (Dự án liên doanh với Keppel)	CKDT	51%	2.803
Bình Trung Đông	CKDT	100%	10.203
The Solina	CKDT	100%	3.452
Tân Tạo	CKDT	100%	28.489
Phong Phú 2	CKDT	100%	4.497
KCN Lê Minh Xuân Mở rộng	CKDT	100%	2.373
Các dự án khác chưa được công bố	P/B	100%	8.759
Tổng NAV dự án			60.576
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn			3.202
(-) Tổng nợ vay			9.298
Giá trị tài sản ròng			54.480
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) *			1.122
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			48.500
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)			34.100
Tổng mức sinh lời			+42,2%
P/B dự phóng các năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu			2,9x/ 2,7x/ 2,4x
P/E dự phóng các năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu			56,2x/ 33,1x/ 24,2x

Nguồn: Vietcap

Hình 16: Tóm tắt WACC

	Trước đây	Điều chỉnh
Hệ số beta	1,3	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 %	16,4%	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 %	14,1%	14,1%

Nguồn: Vietcap

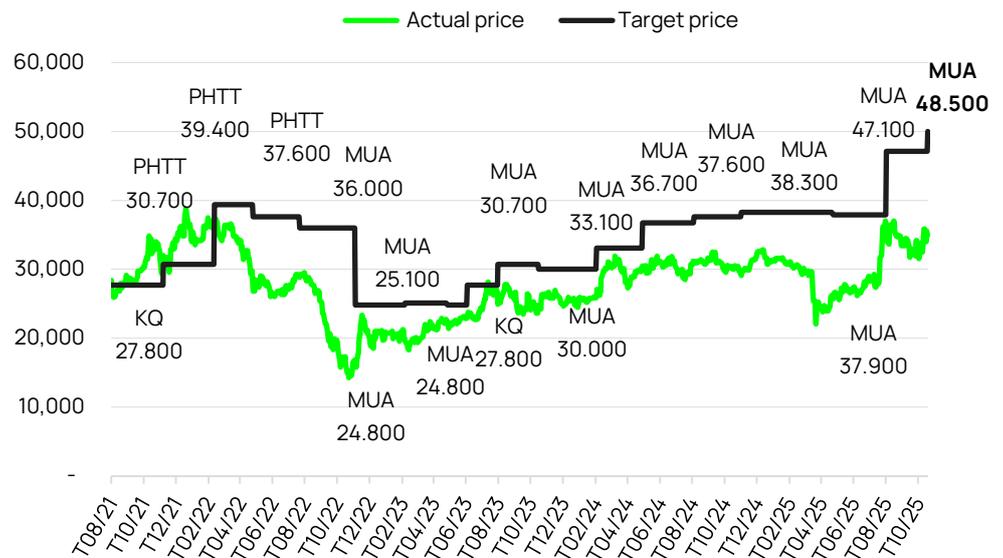
Hình 17: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với KDH liên quan đến việc chúng tôi tăng giả định giá bán trung bình ròng của các dự án BĐS nhà ở* dự kiến sẽ mở bán trong giai đoạn 2026–28, với các yếu tố khác không thay đổi.

Tỷ lệ % tăng thêm trên giá bán trung bình ròng giả định của chúng tôi	0%	3%	5%	8%	10%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	48.500	49.900	50.800	52.100	53.100
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu	2,7x	2,8x	2,8x	2,9x	2,9x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Bao gồm giai đoạn cao tầng của Gladia, The Solina, Bình Trung Đông, và Tân Tạo.

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: 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	4.954	7.577	8.904
Giá vốn hàng bán	-1.539	-2.142	-2.266	-4.217
Lợi nhuận gộp	1.740	2.812	5.312	4.687
Chi phí bán hàng	-222	-239	-380	-536
Chi phí quản lý DN	-209	-195	-311	-439
LN từ HĐKD	1.309	2.378	4.620	3.712
Doanh thu tài chính	37	34	32	24
Chi phí tài chính	-216	-152	-170	-225
Trong đó, chi phí lãi vay	-35	-23	-27	-39
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-80	0	0	0
LNTT	1.050	2.260	4.482	3.511
Thuế TNDN	-248	-452	-896	-702
LNST trước CĐTS	802	1.808	3.586	2.809
Lợi ích CĐ thiểu số	7	-767	-1.818	-388
LNST sau CĐTS, báo cáo	809	1.041	1.768	2.420
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	809	1.041	1.768	2.420
EBITDA	1.315	2.427	4.670	3.761
EPS báo cáo, VND	728	862	1.465	2.006
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%	51,1%	53,0%	17,5%
LN từ HĐKD	7,3%	81,7%	94,3%	-19,7%
LN trước thuế	-1,8%	115,2%	98,3%	-21,7%
EPS báo cáo	6,1%	18,4%	69,9%	36,9%
Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	53,1%	56,8%	70,1%	52,6%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	48,0%	61,0%	41,7%
Biên EBITDA	40,1%	49,0%	61,6%	42,2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	24,7%	21,0%	23,3%	27,2%
ROE	5,2%	5,8%	9,1%	11,2%
ROA	2,8%	5,5%	9,7%	7,0%
Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	4.858	3.960	4.192	2.501
Số ngày phải thu	270	286	238	235
Số ngày phải trả	45	50	49	38
Chu kỳ luân chuyển tiền	5.082	4.196	4.381	2.698
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	6,9x	7,4x	11,5x	12,6x
CS thanh toán nhanh	1,6x	1,9x	2,6x	2,9x
CS thanh toán tiền mặt	0,8x	0,7x	0,8x	0,7x
Nợ vay/ Tài sản	23,1%	26,4%	26,5%	25,7%
Nợ vay/ Vốn	26,7%	30,3%	29,0%	28,0%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	19,2%	28,5%	31,3%	31,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	37,4x	102,9x	171,1x	94,1x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	3.096	2.897	2.387	2.101
Đầu tư TC ngắn hạn	277	305	0	0
Các khoản phải thu	3.018	4.736	5.150	6.322
Hàng tồn kho	22.178	24.301	27.740	30.061
TS ngắn hạn khác	275	329	501	659
Tổng TS ngắn hạn	28.844	32.569	35.778	39.143
TS cố định (nguyên giá)	1.437	2.178	2.330	2.508
- Khấu hao lũy kế	-103	-152	-201	-251
TS cố định (ròng)	1.334	2.026	2.128	2.257
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	580	580	580	580
Tổng TS dài hạn	1.914	2.606	2.708	2.837
Tổng Tài sản	30.758	35.175	38.486	41.980
Phải trả ngắn hạn	288	293	310	578
Nợ vay ngắn hạn	1.100	1.045	941	846
Nợ ngắn hạn khác	2.794	3.059	1.859	1.683
Tổng nợ ngắn hạn	4.182	4.397	3.110	3.107
Nợ vay dài hạn	5.998	8.253	9.266	9.953
Nợ dài hạn khác	1.124	1.124	1.124	1.124
Tổng nợ	11.304	13.774	13.499	14.184
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	10.111	11.222	11.222	11.222
Thặng dư vốn cổ phần	3.314	3.353	3.353	3.353
Lợi nhuận giữ lại	3.618	3.647	5.415	7.836
Vốn khác	352	352	352	352
Lợi ích CĐTS	2.059	2.826	4.644	5.032
Vốn chủ sở hữu	19.453	21.401	24.987	27.796
Tổng nguồn vốn	30.758	35.175	38.486	41.980
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	1.112	1.122	1.122	1.122

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	3.730	3.096	2.897	2.387
Thu nhập ròng	809	1.041	1.768	2.420
Khấu hao	7	49	49	49
Thay đổi vốn lưu động	-4.869	-3.506	-5.199	-3.868
Điều chỉnh khác	405	6	1.810	697
LCTT từ HĐ kinh doanh	-3.648	-2.410	-1.572	-701
Chi phí đầu tư XDCB, ròng	-100	-99	-152	-178
Đầu tư, ròng	-818	-28	305	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-918	-127	153	-178
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	2.254	1.013	688
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	3.932	2.339	909	593
Lưu chuyển tiền thuần	-634	-198	-511	-286
Tiền cuối năm	3.096	2.897	2.387	2.101

Nguồn: KDH, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

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

Ví mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy 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 cao cấp, 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
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+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 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.