

Mua vào (giữ nguyên)

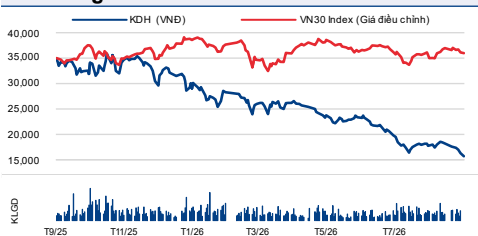
Giá mục tiêu: VNĐ25,800 (từ VNĐ32,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 64.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/9/2026) 15,700

Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,700-35,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	17,619
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	678
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,122
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	550
Slg CP NN được mua (tr.đv)	62.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.7%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Dragon Capital (15.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(11.3)	(32.0)	(54.9)
So với chỉ số	(13.7)	(31.5)	(56.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,135	1,150	(1.3)
2027F	1,165	1,260	(7.5)
2028F	1,507	2,311	(34.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

KDH là nhà phát triển biệt thự cao cấp có uy tín tại TP HCM có quỹ đất tập trung tại Quận 9 và Huyện Bình Chánh. Công ty đã mở rộng thành công sang phân khúc căn hộ trung cấp.

Chuyên viên phân tích**Bùi Thị Thùy Trang**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Định giá hấp dẫn, khuyến nghị Mua vào trong dài hạn

- HSC giảm 20,1% giá mục tiêu của KDH xuống 25.800đ do các dự án chậm tiến độ và thay đổi giá định giá. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng giá 64,3% tại giá mục tiêu mới (một phần nhờ giá cổ phiếu giảm gần đây), chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi nâng 7,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 1.367 tỷ đồng (tăng trưởng 29,8%), chủ yếu phản ánh khoản lợi nhuận tài chính từ thương vụ Bình Trưng Mới và việc không còn hợp nhất dự án thấp tầng The Gladia.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn đáng kể so với VN Index, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 63,4% so với ước tính RNAV, so với bình quân 3 năm là 37,2%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 27,7 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q2/2026

HSC đã xem xét lại dự báo và định giá KDH sau khi đánh giá KQKD Q2/2026, chủ yếu phản ánh việc chuyển nhượng 2% cổ phần tại Công ty TNHH BĐS Bình Trưng Mới và sự tham gia của KDH vào các dự án BT (xây dựng-chuyển giao).

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh tăng 7,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 1.367 tỷ đồng (tăng trưởng 29,8%), phản ánh tác động thuần từ khoản lợi nhuận tài chính 896 tỷ đồng trong Q2/2026 liên quan đến giao dịch tại Công ty TNHH BĐS Bình Trưng Mới và việc không còn hợp nhất dự án thấp tầng The Gladia. Chúng tôi giảm 17,8% dự báo lợi nhuận năm 2027 xuống 1,392 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,9%) sau khi điều chỉnh giảm 9% dự báo doanh thu xuống 5,739 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 577,6%) do hạ dự báo doanh số bán nhà thấp tầng tại dự án 11A (Solina). Chúng tôi cũng giảm lần lượt 52,5% và 51,5% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2028 xuống 1.790 tỷ đồng (tăng trưởng 28,5%) và 5.369 tỷ đồng (giảm 6,5%), do lùi thời điểm mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái sang năm 2029.

Dựa trên các điều chỉnh mới, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 19,3% trong giai đoạn 2025-2028 (so với mức 52,9% trong dự báo trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu KDH suy yếu trong bối cảnh vĩ mô ngày càng khó khăn đối với ngành BĐS, bao gồm mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao và những bất định liên quan đến các đề xuất sửa đổi những luật quan trọng về BĐS. Cổ phiếu hiện giao dịch ở mức chiết khấu 63,4% so với ước tính RNAV, so với bình quân 3 năm là 37,2%; cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 27,7 lần.

HSC dự báo KDH sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn khi đồng thời phải bố trí vốn cho phát triển dự án và tham gia các dự án BT. Tuy nhiên, các động lực giúp cổ phiếu KDH được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong dài hạn, bao gồm (1) khai thác quỹ đất quy mô lớn tại TP.HCM, (2) tiếp tục đẩy nhanh tiến độ các dự án trọng điểm quy mô lớn tại Tân Tạo, và (3) lợi nhuận tăng tốc rõ nét từ năm 2029, sẽ phần nào hỗ trợ cổ phiếu trước những yếu tố bất lợi ngắn hạn từ việc chậm tiến độ dự án và đòn bẩy tài chính ở mức cao.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,301	2,146	55.2 ▼	2,284 ▼	2,402 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	810	1,053	1,367 ▲	1,392 ▼	1,790 ▼
EPS ĐC (đồng)	723	863	1,135 ▲	1,165 ▼	1,507 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	17,202	16,512	16,868	18,033	19,540 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.3	11.8	559	16.1	16.0
P/E ĐC (lần)	21.7	18.2	13.8	13.5	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.91	0.95	0.93	0.87	0.80
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.18)	19.4	31.4	2.63	29.4
ROAE (%)	5.25	5.86	7.30	7.11	8.49

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lùi thời điểm mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 20,1% giá mục tiêu xuống 25.800đ do các dự án chậm tiến độ và thay đổi giá định định giá. Chúng tôi nâng 7,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 để phản ánh tác động thuần từ giao dịch bán cổ phần tại Công ty TNHH BĐS Bình Trưng Mới. Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 17,8% và 52,5% dự báo lợi nhuận các năm 2027-2028 do hạ dự báo doanh số bán nhà thấp tầng tại dự án 11A (Solina) và lùi thời điểm mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái sang năm 2029. Chúng tôi cho rằng các động lực giúp cổ phiếu KDH được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong dài hạn vẫn còn nguyên, gồm khả năng khai thác quỹ đất, tiến triển tại các dự án quy mô lớn trọng điểm ở Tân Tạo và lợi nhuận tăng trưởng mạnh từ năm 2029.

Gladia Heights: Doanh số bán nhà vượt dự báo - tỷ lệ hấp thụ đạt 70%

Gladia Heights: KDH đã mở bán khoảng 500 căn thuộc phân khu cao tầng của dự án The Gladia (Gladia Heights, TP.HCM), trong đó 90% số căn đã được bán với giá bình quân khoảng 100 triệu đồng/m². Theo đó, tỷ lệ hấp thụ chung của toàn dự án đạt khoảng 70% trên tổng số 636 căn. Kết quả bán hàng tích cực này vượt đáng kể dự báo của chúng tôi là khoảng 40% tổng số căn của dự án được tiêu thụ, nhờ mức giá hợp lý và hạ tầng khu vực xung quanh tiếp tục được hoàn thiện. Khoảng 136 căn còn lại dự kiến sẽ được bán trong năm 2026. Dự án dự kiến mang lại tổng doanh thu khoảng 6 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 2 nghìn tỷ đồng, đều được ghi nhận trong năm 2027.

HSC không còn hợp nhất phân khu thấp tầng Gladia vào dự báo sau khi KDH chuyển nhượng 2% cổ phần tại Công ty BĐS Bình Trưng Mới, làm giảm tỷ lệ sở hữu từ 50,95% xuống 48,95% và khiến dự án được phân loại lại thành công ty liên kết từ Q2/2026.

Chúng tôi cũng lùi thời điểm mở bán các dự án Cát Lái (liên quan đến Công ty An Lập) và Bình Trưng Mở rộng sang năm 2029, do dự kiến KDH sẽ ưu tiên nguồn lực cho các dự án BT chính trang khu Mả Lạng và chợ Gà-Gạo trong giai đoạn 2026-2028, qua đó có thể khiến tiến độ triển khai các dự án khác chậm lại.

Lưu ý, KDH sẽ tham gia dự án chỉnh trang đô thị Mả Lạng và chợ Gà-Gạo theo hợp đồng đối tác công tư (PPP), loại hợp đồng xây dựng-chuyển giao (BT). Dự án này đã khởi công ngày 29/8/2026, dự kiến hoàn thành xây dựng và bàn giao trong năm 2029. Dự án có quy mô khoảng 4,2 ha, bao gồm hạ tầng xã hội và nhà ở tái định cư (1.400 căn nhà ở xã hội và 93 căn thấp tầng tại Mả Lạng; 760 căn nhà ở xã hội tại chợ Gà-Gạo). Theo cơ chế BT, KDH sẽ nhận quỹ đất khoảng 133 ha tại Tân Tạo (Khu B, Trung tâm Dân cư Tân Tạo), trị giá 10.735 tỷ đồng để thanh toán; 5.635 tỷ đồng còn lại sẽ do ngân sách thành phố chi trả nếu giá trị quỹ đất đối ứng không đủ.

Bảng 1: Tiến độ các dự án, KDH

Dự án Cát Lái được bổ sung vào danh mục dự án phát triển

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích (m2)	Tiến độ
Gladia (hợp tác với Keppel)	51%	Bình Trưng Đông, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ	11.8	Đã bán được 60% nhà thấp tầng và 70% căn hộ cao tầng
11A (Solina)	100%	Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ	16.4	Đang thi công, dự kiến mở bán năm 2027
IP Lê Minh Xuân	100%	Bình Chánh, TP.HCM	Khu CN	109.9	Đã thanh toán phí sử dụng đất ban đầu, đã có giấy phép xây dựng, dự kiến mở bán năm 2027
Bình Trưng mở rộng	100%	Bình Trưng Đông, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ	18.2	Hoàn tất đền bù đất; dự kiến phê duyệt quy hoạch 1/500 trong Q2/2026, cấp phép xây dựng trong quý 4/2026 và mở bán trong năm 2029
Cát Lái (An Lập)	100%	Bình Trưng Đông, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	8.2	Đã nộp tiền sử dụng đất, được phê duyệt quy hoạch 1/500; dự kiến mở bán trong năm 2029
Phong Phú 2	100%	Bình Chánh, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố	26.0	Hoàn tất đền bù đất; dự kiến khởi công xây dựng trong năm 2027
Tân Tạo	100%	Bình Tân, TP.HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ	330.0	Đã chi trả khoảng 90% chi phí đền bù đất; đang chờ cấp phép xây dựng

Nguồn: KDH, HSC

Giảm dự báo doanh số bán nhà giai đoạn 2026-2028

HSC giảm 2,9% dự báo doanh số bán nhà năm 2026 xuống 4.7 tỷ đồng (giảm 9,2%), phản ánh tác động thuần từ việc doanh số bán nhà tại Gladia Heights cao hơn dự kiến, nhưng một phần bị bù trừ bởi việc loại bỏ doanh số bán nhà phân khu thấp tầng khỏi dự báo sau khi dự án không còn được hợp nhất.

Chúng tôi giảm 55,7% dự báo doanh số bán nhà năm 2027 xuống 3,8 nghìn tỷ đồng (giảm 19,2%), sau khi loại doanh số bán nhà phân khu thấp tầng Gladia khỏi dự báo và áp dụng giả định thận trọng hơn về tỷ lệ hấp thụ tại phân khu thấp tầng của dự án 11A (Solina). Tâm lý thị trường ở phân khúc thấp tầng vẫn yếu, khiến chúng tôi thận trọng hơn với giả định về tỷ lệ hấp thụ của dự án. Doanh số bán nhà trong năm chủ yếu đến từ doanh số tiếp tục ghi nhận tại Gladia Heights và doanh số mở bán tại các dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân.

Chúng tôi cũng giảm 35,5% dự báo doanh số bán nhà năm 2028 xuống 11,9 nghìn tỷ đồng (vẫn tăng trưởng 213,3%) do lùi thời điểm mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái sang năm 2029. Doanh số bán nhà dự kiến đến từ doanh số tiếp tục ghi nhận tại dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân, cùng các đợt mở bán mới tại dự án trọng điểm Tân Tạo.

Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC giảm 66,8% dự báo doanh thu năm 2026 xuống 422 tỷ đồng (giảm 59,9%), do doanh thu từ phân khu thấp tầng Gladia trong nửa cuối năm 2026 dự kiến sẽ được ghi nhận thông qua công ty liên doanh sau khi dự án không còn được hợp nhất. Chúng tôi cũng ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính 896 tỷ đồng từ giao dịch liên quan đến Công ty TNHH BĐS Bình Trưng Mới. Sau các điều chỉnh này, lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 1.367 tỷ đồng (tăng trưởng 29,8%), cao hơn 7,5% so với dự báo trước đó. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 422 tỷ đồng (giảm 59,9%).

Chúng tôi giảm 17,8% dự báo lợi nhuận năm 2027 xuống 1,392 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,9%) sau khi điều chỉnh giảm 9% dự báo doanh thu xuống 5,739 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 577,6%) do hạ dự báo doanh số bán nhà thấp tầng tại dự án 11A (Solina). Lợi nhuận năm 2027 dự kiến được hỗ trợ nhờ ghi nhận doanh thu các căn cao tầng tại dự án Gladia Heights, các căn thấp tầng tại 11A (Solina) cùng với đợt bàn giao đất công nghiệp đầu tiên tại KCN Lê Minh Xuân.

Chúng tôi cũng giảm lần lượt 52,5% và 51,5% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2028 xuống 1.790 tỷ đồng (tăng trưởng 28,5%) và 5.369 tỷ đồng (giảm 6,5%), do lùi thời điểm mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái sang năm 2029. Theo đó, lợi nhuận đóng góp từ các dự án này hiện dự kiến được ghi nhận từ năm 2029 trở đi.

Dựa trên các điều chỉnh mới, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 19,3% trong giai đoạn 2025-2028 (so với mức 52,9% trong dự báo trước đó).

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận, KDH

(Tỷ đồng)	2025A	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu	4,674	847	-83.8%	-81.9%	5,739	-9.0%	577.6%	5,369	-51.5%	-6.5%
Lợi nhuận gộp	2,776	510	-84.9%	-81.6%	3,029	-22.2%	494.1%	3,211	-52.2%	6.0%
LNTT	2,039	1,546	-44.0%	-24.2%	2,208	-19.9%	42.9%	2,440	-51.4%	10.5%
Lợi nhuận thuần	1,053	1,367	7.5%	29.8%	1,392	-17.8%	1.9%	1,790	-52.5%	28.5%
<i>Các khoản mục ròng không thường xuyên</i>	-	945	Nm	Nm	-	0.0%	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ Các khoản mục ròng không thường xuyên	1,053	422	-66.8%	-59.9%	1,392	-17.8%	230.1%	1,790	-52.5%	28.5%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 20,1% giá mục tiêu xuống 25.800đ do các dự án chậm tiến độ và thay đổi các giả định định giá.

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo KDH sẽ chịu áp lực từ dư nợ cao trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao và nhu cầu vốn cho các dự án BT và những dự án trọng điểm khác vẫn lớn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các động lực giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong dài hạn vẫn được duy trì, gồm (1) khai thác quỹ đất quy mô lớn tại TP.HCM, (2) tiến triển tại các dự án quy mô lớn trọng điểm ở Tân Tạo, và (3) lợi nhuận tăng trưởng mạnh từ năm 2029.

Về phương pháp định giá, HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP và DCF để tính giá trị cả các dự án đang được phát triển. Giả định lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4% và tiếp tục áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10,25% sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75% (không đổi). Giả định WACC tăng lên 14,1%, chủ yếu do nâng beta từ 1,1 lên 1,2 (theo dữ liệu Bloomberg) và tăng giả định chi phí đi vay từ 10% lên 12%.

Đáng chú ý, chúng tôi nâng mức chiết khấu áp dụng cho ước tính RNAV từ 30% lên 40%. Mức chiết khấu lớn hơn này phản ánh áp lực dòng tiền khi đòn bẩy tài chính tăng để tài trợ các dự án và triển khai dự án BT trong bối cảnh lãi suất ở mức cao, cũng như rủi ro về tiến độ thực hiện và thi công dự án BT. Mức chiết khấu điều chỉnh cũng sát với mức chiết khấu bình quân 3 năm của KDH là 37,2%.

Độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định này được trình bày trong Bảng 5-6.

Bảng 3: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	1,879	DCF
11A	100%	8,984	DCF
Phong Phú 2	100%	11,297	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	27,314	DCF
Các dự án khác	Thay đổi	14,699	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị tài sản		64,173	
Nợ/(tiền) thuần		(15,990)	
RNAV		48,183	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,122.2	
RNAV/cp (đồng)		42,935	
Chiết khấu		40%	
Giá mục tiêu (đồng)		25,800	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính (đồng), KDH

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
Lãi suất phi rủi ro		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
	3.0%	27,000	26,700	26,400	26,000	25,600
	3.5%	26,700	26,400	26,100	25,700	25,300
	4.0%	26,500	26,100	25,800	25,400	25,100
	4.5%	26,200	25,800	25,500	25,200	24,700
	5.0%	25,900	25,500	25,200	24,900	24,500

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

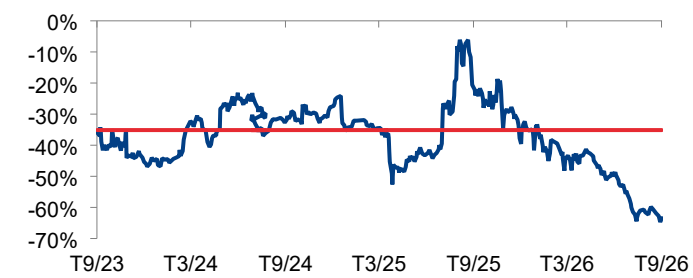
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tỷ lệ chiết khấu là 40%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 64,3%

Giả định chiết khấu RNAV	20%	30%	40%	50%	60%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	34,300	30,100	25,800	21,500	17,200
Tiềm năng tăng giá	118.5%	91.7%	64.3%	36.9%	9.6%

Nguồn: HSC estimates

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

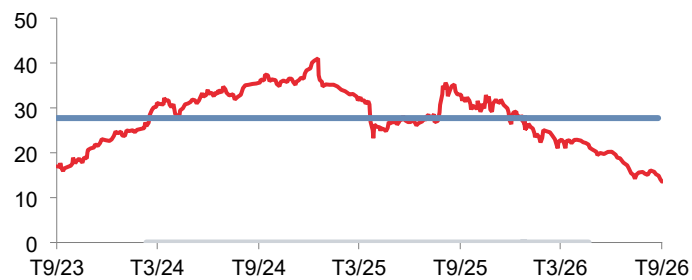
KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 53,4% so với bình quân 3 năm ở mức 35,1%



Nguồn: HSC estimates

Biểu đồ 7: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 27,7 lần



Nguồn: HSC estimates

Kết luận và phương pháp định giá

Giá cổ phiếu KDH đã giảm 24% trong 3 tháng qua, trong bối cảnh vĩ mô ngày càng khó khăn đối với ngành BĐS, gồm mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao và những bất định liên quan đến các đề xuất sửa đổi những luật quan trọng về BĐS như Luật Nhà ở.

Cổ phiếu hiện giao dịch ở mức chiết khấu 63,4% so với ước tính RNAV, so với bình quân 3 năm là 37,2%; cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 27,7 lần. Cả hai chỉ số đều cho thấy cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu sâu, với tiềm năng giảm giá hạn chế và tiềm năng tăng giá đáng kể.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,279	4,674	847	5,739	5,369
Lợi nhuận gộp	1,740	2,776	510	3,029	3,211
Chi phí BH&QL	(431)	(616)	(438)	(728)	(791)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,309	2,160	71.9	2,302	2,420
Lãi vay thuần	(179)	(139)	723	(326)	(289)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	495	232	309
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(79.6)	18.2	256	0	0
LNTT	1,051	2,039	1,546	2,208	2,440
Chi phí thuế TNDN	(248)	(405)	(108)	(442)	(488)
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.68	(581)	(71.0)	(374)	(162)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	810	1,053	1,367	1,392	1,790
Lợi nhuận thuần ĐC	731	969	1,274	1,307	1,692
EBITDA ĐC	1,301	2,146	55.2	2,284	2,402
EPS (đồng)	801	938	1,218	1,241	1,595
EPS ĐC (đồng)	723	863	1,135	1,165	1,507
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,011	1,122	1,122	1,122	1,122
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,011	1,122	1,122	1,122	1,122
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,011	1,122	1,122	1,122	1,122

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	3,096	2,547	2,839	584	521
Đầu tư ngắn hạn	277	209	209	209	209
Phải thu khách hàng	3,013	5,478	4,069	3,884	3,580
Hàng tồn kho	22,180	23,264	31,892	39,172	45,229
Các tài sản ngắn hạn khác	276	122	1,280	1,101	1,632
Tổng tài sản ngắn hạn	28,840	31,619	40,289	44,950	51,171
TSCĐ hữu hình	73.3	66.6	52.2	41.6	31.1
TSCĐ vô hình	0	0.00	0	0	0
Bất động sản đầu tư	233	230	226	219	212
Đầu tư dài hạn	1,027	1,731	2,345	2,089	1,769
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	1,144	1,144	1,144
Tài sản dài hạn khác	579	418	145	145	145
Tổng tài sản dài hạn	1,913	2,445	3,912	3,639	3,302
Tổng cộng tài sản	30,753	34,064	44,201	48,589	54,472
Nợ ngắn hạn	1,100	1,802	1,225	2,233	2,158
Phải trả người bán	288	113	15.9	128	102
Nợ ngắn hạn khác	612	565	801	904	1,018
Tổng nợ ngắn hạn	4,179	3,499	6,119	6,223	8,459
Nợ dài hạn	5,998	8,348	14,881	17,482	19,277
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	634	571	1,085	1,085	1,085
Nợ dài hạn khác	489	474	474	474	474
Tổng nợ dài hạn	7,121	9,393	16,440	19,041	20,836
Tổng nợ phải trả	11,302	12,893	22,560	25,266	29,296
Vốn chủ sở hữu	17,394	18,530	18,929	20,236	21,928
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,057	2,641	2,712	3,086	3,248
Tổng vốn chủ sở hữu	19,450	21,171	21,641	23,322	25,176
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,753	34,064	44,201	48,589	54,472
BVPS (đ)	17,202	16,512	16,868	18,033	19,540
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,002	7,603	13,266	19,132	20,914

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,309	2,160	71.9	2,302	2,420
Khấu hao	8.14	13.7	16.7	17.6	17.6
Lãi vay thuần	(179)	(139)	723	(326)	(289)
Thuế TNDN đã nộp	(378)	(298)	(108)	(442)	(488)
Thay đổi vốn lưu động	(4,052)	(4,003)	(2,416)	(7,055)	(2,594)
Khác	(357)	(192)	409	402	(243)
LCT thuần từ HĐKD	(4,252)	(3,175)	(3,344)	(6,121)	(2,102)
Đầu tư TS dài hạn	(94.7)	(676)	(91.0)	256	320
Góp vốn & đầu tư	0	0	(1,666)	0	0
Thanh lý	0.29	0	(562)	0	0
Khác	(219)	41.1	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(314)	(635)	(2,319)	256	320
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	3,179	141	0	0	0
Tăng/giảm nợ	752	3,051	5,956	3,610	1,719
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	3,932	3,192	5,956	3,610	1,719
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,730	3,096	2,547	2,839	584
LCT thuần trong kỳ	(634)	(617)	292	(2,255)	(62.6)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,096	2,478	2,839	584	521
Dòng tiền tự do	(4,346)	(3,850)	(3,435)	(5,865)	(1,782)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	53.1	59.4	60.2	52.8	59.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	39.7	45.9	6.52	39.8	44.7
Tỷ suất LNT (%)	24.7	22.5	161	24.3	33.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.6	19.9	7.00	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	57.0	42.6	(81.9)	578	(6.45)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.00	65.0	(97.4)	4,035	5.16
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.6	32.5	31.4	2.63	29.4
Tăng trưởng EPS (%)	(11.5)	17.1	29.8	1.88	28.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.18)	19.4	31.4	2.63	29.4
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.25	5.86	7.30	7.11	8.49
ROACE (%)	5.49	7.56	0.21	5.72	5.48
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.14	0.02	0.12	0.10
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(3.25)	(1.47)	(46.5)	(2.66)	(0.87)
Số ngày tồn kho	5,263	4,474	34,524	5,276	7,650
Số ngày phải thu	715	1,053	4,405	523	606
Số ngày phải trả	68.4	21.8	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	34.0	44.5	89.7	107	117
Nợ/tài sản (%)	29.3	31.7	44.8	45.9	48.2
EBIT/lãi vay (lần)	7.33	15.5	N/a	7.07	8.37
Nợ/EBITDA (lần)	6.92	5.03	359	9.76	10.9
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.90	9.04	6.58	7.22	6.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.06	5.40	36.5	6.40	7.18
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.3	11.8	559	16.1	16.0
P/E (lần)	19.6	16.7	12.9	12.7	9.84
P/E ĐC (lần)	21.7	18.2	13.8	13.5	10.4
P/B (lần)	0.91	0.95	0.93	0.87	0.80
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn