

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

MUA +38,5%

Ngành	Bất động sản
Ngày báo cáo	22/08/2025
Giá hiện tại	34.000 VND
Giá mục tiêu	47.100 VND
Giá mục tiêu gần nhất	37.900 VND
TL tăng	+38,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+38,5%

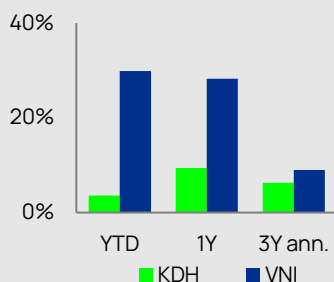
GT vốn hóa	39 nghìn tỷ đồng
Room KN	6,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	254,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,1 tỷ
Pha loãng	1,1 tỷ

	KDH	Peers	VNI
P/E (trượt)	51,8x	40,9x	15,6x
P/B (ht)	2,2x	1,8x	2,1x
ROE	4,6%	5,3%	13,4%
ROA	2,5%	2,0%	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	5.187	5.979	5.123
Doanh thu % YoY	57,0%	58,2%	15,3%	-14,3%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.309	2.481	3.453	2.658
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	809	1.026	1.219	1.520
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	13,0%	26,8%	18,8%	24,7%
EPS % YoY	6,1%	16,8%	18,8%	24,7%
Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	900	5.100	6.800	7.600
Biên LN gộp	53,1%	59,0%	70,8%	62,1%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	47,8%	57,7%	51,9%
Biên LN ròng	24,7%	19,8%	20,4%	29,7%
ROE	5,2%	5,7%	6,4%	7,4%
Nợ vay ròng/CSH	19,2%	23,9%	23,3%	21,4%
P/E	46,7x	40,0x	33,7x	27,0x
P/B	2,2x	2,1x	1,9x	1,8x

Quỹ đất chiến lược tại trung tâm TP. HCM thúc đẩy tăng trưởng dài hạn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) và điều chỉnh tăng 24% giá mục tiêu lên 47.100 đồng/CP.
- Giá mục tiêu cao hơn phản ánh (1) giả định giá bán tăng và kỳ vọng triển vọng hạ tầng tại KCN Tân Tạo được cải thiện, (2) chuyển sang phương pháp CKDT cho định giá KDC Bình Trưng Đông và Phong Phú 2 sau những tiến triển trong việc đền bù đất, (3) điều chỉnh tăng đối với dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng sau những diễn biến thuận lợi về thuế quan của Mỹ, và (4) hệ số P/B mục tiêu cao hơn cho các dự án chưa công bố; một phần bị ảnh hưởng bởi (5) nợ ròng tăng QoQ.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 tăng 27% YoY, đạt 1,0 nghìn tỷ đồng, với lợi nhuận nửa cuối năm 2025 được hỗ trợ chủ yếu từ đợt mở bán các căn thấp tầng tại dự án "Gladia by the Waters" (11,8 ha; liên doanh với Keppel, KDH sở hữu 51%). Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS tăng thêm 19% so với dự phóng năm 2025, được thúc đẩy bởi doanh số và việc tiếp tục bàn giao các căn thấp tầng tại Gladia.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025/26 thêm lần lượt 8%/16%, phản ánh tiến độ bán hàng và bàn giao tại Gladia nhanh hơn so với dự phóng trước.
- Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng mảng BĐS nhà ở của KDH sẽ đạt trung bình 6,5 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025–27, gấp hơn 3 lần mức trung bình 5 năm trước đó, nhờ các dự án mới được tung ra.
- KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2025/26/27 lần lượt là 2,1x/1,9x/1,8x so với mức trung bình 5 năm là 2,2x. Chúng tôi cho rằng mức định giá này chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng của quỹ đất lớn tại trung tâm TP. HCM của KDH, nền tảng vững chắc và triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực.
- Rủi ro: Tiến độ mở bán chậm hơn dự kiến ở các dự án quy mô lớn như KDC Tân Tạo.

Quỹ đất lớn dự kiến sẽ gia tăng sức hấp dẫn của KDH: Các dự án trong kế hoạch đã công bố của KDH có tổng diện tích lên tới xấp xỉ 528 ha tại khu vực trọng điểm TP.HCM. Bên cạnh đó, KDH cũng sở hữu thành tích & năng lực đã được chứng minh trong việc phát triển các dự án chất lượng cao với khả năng tích hợp hạ tầng và bàn giao đúng tiến độ. Việc tập trung vào những vị trí chiến lược, có tiềm năng phát triển lâu dài tại TP.HCM càng làm tăng sức hấp dẫn cho các dự án của công ty.

Gladia dự kiến sẽ dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn năm 2025–26: Chúng tôi kỳ vọng Gladia (11,8 ha; 226 căn thấp tầng và ~600 căn hộ; TP.HCM; KDH sở hữu 51% cổ phần) sẽ là động lực chính thúc đẩy doanh số bán hàng và lợi nhuận trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026. KDH sẽ mở bán phần thấp tầng vào tháng 9/2025 (đã hoàn tất thi công) và bắt đầu xây dựng phần cao tầng vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026.

Đà tăng trưởng lợi nhuận trung hạn sẽ tăng tốc nhờ các dự án Gladia, The Solina và KCN Lê Minh Xuân Mở Rộng, trong khi dự án Tân Tạo đóng vai trò trụ cột cho triển vọng dài hạn: KDH dự kiến khởi công xây dựng hạ tầng cho dự án The Solina trong quý 3/2025 (khoảng 500 căn thấp tầng trên diện tích xấp xỉ 13 ha trong giai đoạn 1; đã thanh toán đầy đủ tiền sử dụng đất giai đoạn 1) và KCN Lê Minh Xuân Mở Rộng (khoảng 110 ha), với giấy phép xây dựng giai đoạn 1 đã được phê duyệt cho cả 2 dự án. Chúng tôi dự báo 2 dự án này sẽ đóng góp 41% vào doanh thu dự phóng năm 2027 của KDH. Trong tương lai, dự án Tân Tạo (khoảng 329 ha, đã hoàn tất hơn 85% công tác đền bù giải phóng mặt bằng) sẽ là trụ cột chính cho đà tăng trưởng dài hạn, nhờ được hậu thuẫn bởi uy tín thương hiệu, tiềm lực tài chính mạnh và nhu cầu bền vững tại thị trường TP.HCM vốn hạn chế nguồn cung.

Triển vọng năm 2025: Việc mở bán phần thấp tầng của dự án Gladia sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của lợi nhuận trong giai đoạn nửa cuối năm

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	Giả định/dự báo của Vietcap cho năm 2025
Doanh thu thuần	3.279	4.790	5.187	58%	8%	* Chúng tôi dự báo doanh thu nửa cuối năm 2025 sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động mở bán các căn thấp tầng tại dự án Gladia (TP.HCM; 226 căn thấp tầng và khoảng 600 căn hộ), do KDH sẽ chính thức mở bán phần thấp tầng vào tháng 9/2025 (đã hoàn tất xây dựng). * Chúng tôi ước tính The Privia đã đóng góp khoảng 75% vào doanh thu của KDH trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 (6T 2025), với phần đóng góp còn lại đến từ việc bán phần backlog chưa công bố. The Privia gần như đã hoàn tất việc bàn giao (~100%) tính đến cuối quý 2/2025, với khoảng 40% số căn đã được bàn giao trong 6T 2025.
Lợi nhuận gộp	1.740	2.950	3.061	76%	4%	
Chi phí SG&A	-431	-547	-580	35%	6%	
LN từ HĐKD	1.309	2.403	2.481	90%	3%	
Thu nhập tài chính	37	42	42	13%	0%	
Chi phí tài chính	-216	-231	-230	7%	0%	* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng nợ vay mới sẽ chủ yếu được sử dụng để 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 sẽ ở mức 825 tỷ đồng (+7% YoY). * Chi phí tài chính trong giai đoạn này bao gồm giả định về các khoản chiết khấu thanh toán được đưa ra với tư cách là ưu đãi cho người mua nhà.
Thu nhập/lỗ ròng khác	-80	0	0	N.M.	0%	* Chúng tôi giả định không ghi nhận khoản thu nhập/chi phí khác trong năm 2025.
LNTT	1.050	2.215	2.293	118%	4%	
Chi phí thuế	-248	-443	-459	85%	4%	
Lợi ích CĐTS	7	-823	-808	N.M.	-2%	* Chúng tôi dự báo lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng mạnh YoY, chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng Gladia (KDH sở hữu 51%) sẽ đóng góp 70% vào doanh thu dự kiến năm 2025 của KDH (so với mức đóng góp 0% trong năm 2024).
LNST sau lợi ích CĐTS	809	949	1.026	27%	8%	
Biên lợi nhuận gộp	53,1%	61,6%	59,0%			* Mức tăng YoY chủ yếu đến khoản đóng góp vào doanh thu của các căn thấp tầng tại Gladia.
Chi phí SG&A/Doanh thu	13,1%	11,4%	11,2%			
Biên LN từ HĐKD	39,9%	50,2%	47,8%			
Biên LN ròng	24,7%	19,8%	19,8%			

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

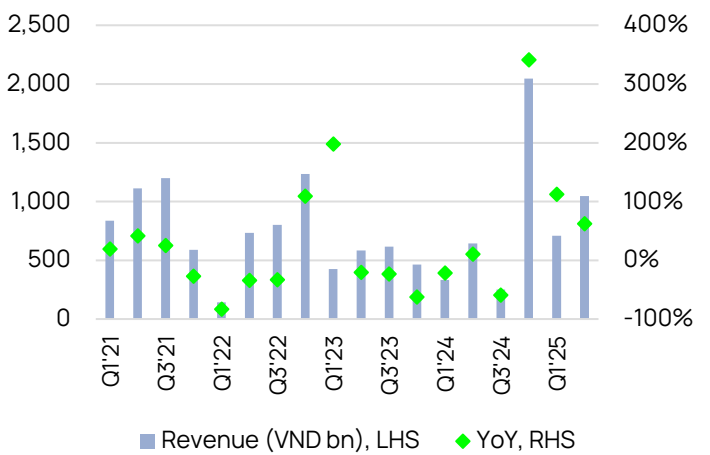
Triển vọng năm 2026: Giai đoạn cao tăng của dự án Gladia dự kiến sẽ được khởi công, đồng thời, phần thấp tầng sẽ tiếp tục được mở bán và tiến hành bàn giao

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	Dự báo 2026/ 2025	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
Doanh thu thuần	3.279	5.187	5.979	15%	* Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần năm 2026 sẽ tăng mạnh YoY, nhờ được thúc đẩy bởi hoạt động mở bán và bàn giao phần thấp tầng tại Gladia. Dự báo doanh thu của chúng tôi được hỗ trợ bởi nguồn cung hạn chế tại khu vực cũng như tiến độ xây dựng và tình trạng pháp lý đã hoàn thiện của dự án.
Lợi nhuận gộp	1.740	3.061	4.232	38%	
Chi phí SG&A	-431	-580	-779	34%	
LN từ HĐKD	1.309	2.481	3.453	39%	
Thu nhập tài chính	37	42	40	-4%	
Chi phí tài chính	-216	-230	-271	18%	* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng gần như toàn bộ chi phí lãi vay sẽ được vốn hóa. Đồng thời, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay vốn hóa năm 2026 sẽ đạt 823 tỷ đồng (đi ngang so với năm 2025).
Thu nhập/lỗ ròng khác	-80	0	0	N.M.	
LNTT	1.050	2.293	3.222	41%	
Chi phí thuế	-248	-459	-644	41%	
Lợi ích CĐTS	7	-808	-1.359	68%	* Chúng tôi dự báo lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng mạnh YoY, chủ yếu nhờ khoản đóng góp cao hơn từ Gladia, chiếm 100% doanh thu năm 2026, cao hơn so với mức đóng góp 70% dự kiến trong năm 2025.
LNST sau lợi ích CĐTS	809	1.026	1.219	19%	
Biên lợi nhuận gộp	53,1%	59,0%	70,8%		* Mức tăng YoY chủ yếu đến từ mức đóng góp cao hơn YoY của Gladia.
Chi phí SG&A/Doanh thu	13,1%	11,2%	13,0%		
Biên LN từ HĐKD	39,9%	47,8%	57,7%		
Biên LN ròng	24,7%	19,8%	20,4%		

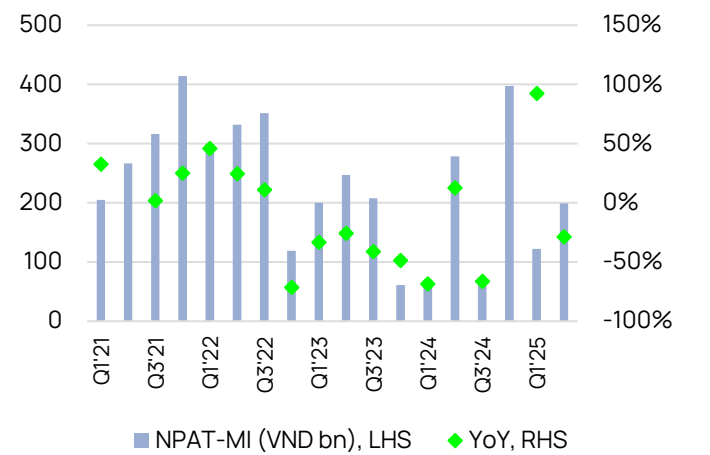
Nguồn: Báo cáo tài chính của KDH, dự báo của Vietcap

Hình 3: Doanh thu



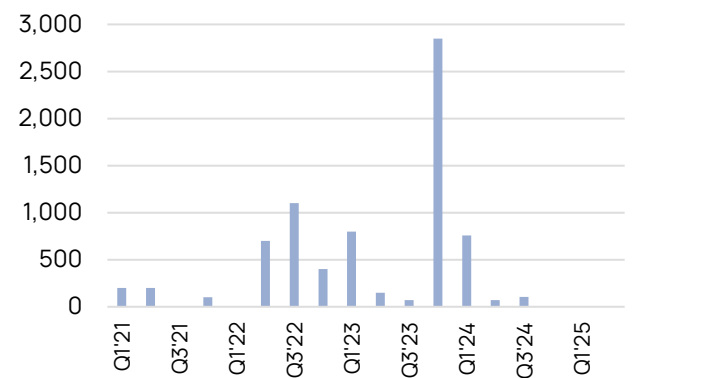
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 4: LNST sau lợi ích CĐTS



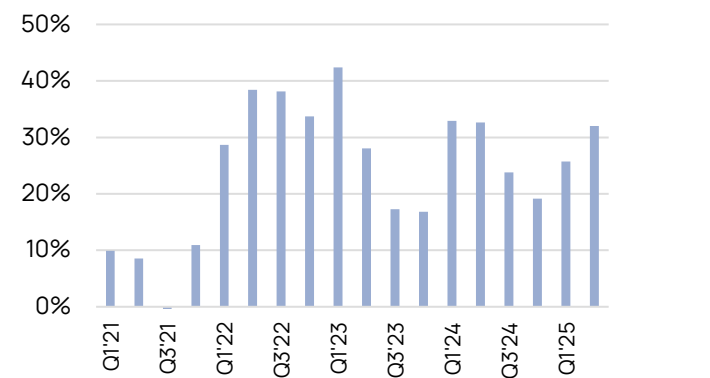
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 5: Doanh số (tỷ đồng)



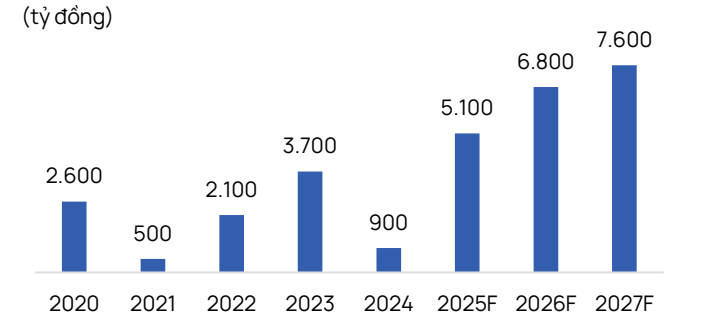
Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 6: Nợ vay ròng/vốn CSH



Nguồn: KDH, Vietcap

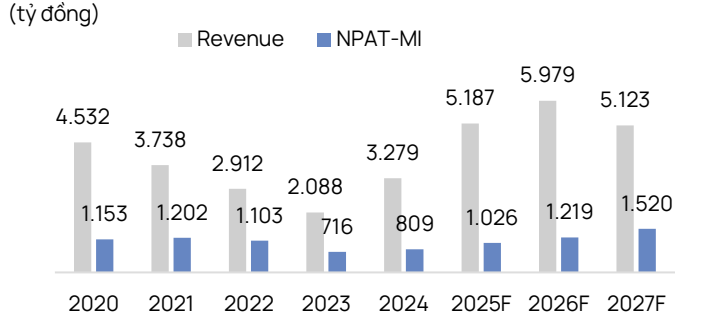
Hình 7: Dự báo doanh số của KDH



Các dự án chính (% dự báo doanh số*)	2025F	2026F	2027F
Gladia (Dự án liên doanh với Keppel)	100%	100%	28%
The Solina	0%	0%	17%
Tân Tạo	0%	0%	56%

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



Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2025F	2026F	2027F
Gladia (Dự án liên doanh với Keppel)	70%	100%	26%
The Privia	25%	0%	0%
The Solina	0%	0%	19%
Tân Tạo	0%	0%	34%
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	0%	0%	22%
Khác	6%	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: (*) 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	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 ~100% tính đến cuối quý 2/2025 (bắt đầu bàn giao từ tháng 10/2024). – Đã hoàn tất xây dựng phần thấp tầng. – Hiện dự án đang trong giai đoạn nhận giữ chỗ cho các căn thấp tầng và dự kiến sẽ chính thức mở bán vào tháng 9/2025, sau khi phòng trưng bày bán hàng được khai trương vào ngày 20/7 và giấy phép bán hàng được cấp vào cuối tháng 6/2025.					
Gladia (Dự án liên doanh với Keppel) ⁽³⁾	11,8	820 (gồm 220 căn thấp tầng)	2025 ⁽²⁾	2025- 2029F	2025- 2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1
The Solina	16,4	~500 căn thấp tầng trong Giai đoạn 1	2027 ⁽²⁾	2027- 2031F	2027- 2032F			Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất
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⁾	~40		2029 ⁽²⁾	2029- 2034F	2029- 2034F	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
Binh Trung Đông ⁽⁴⁾	~18		2028 ⁽²⁾	2028- 2031F	2028- 2032F	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
KCN LMX mở rộng ⁽⁵⁾	109,9		2027 ⁽²⁾	2027- 2030F	2027- 2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Đang thực hiện	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 (Gladia); (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 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):

- Dự kiến sẽ chính thức mở bán vào tháng 9/2025. Hiện dự án đang trong giai đoạn nhận giữ chỗ cho các căn thấp tầng (đã hoàn tất xây dựng), sau khi phòng trưng bày bán hàng đã được khai trương vào ngày 20/7 và giấy phép bán hàng được cấp vào cuối tháng 6/2025.
- Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán và bàn giao sẽ diễn ra trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2025 đến năm 2027.

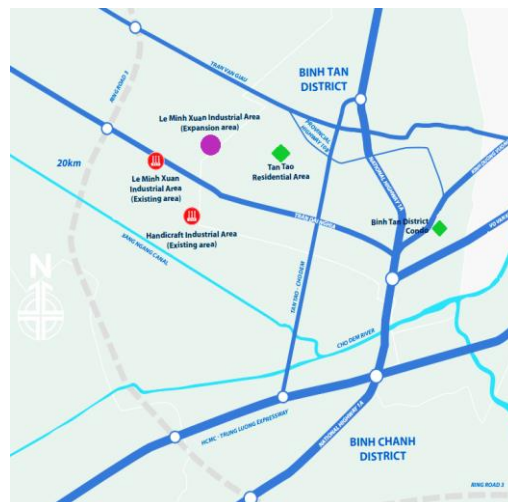
Cao tầng (khoảng 600 căn hộ):

- Chúng tôi kỳ vọng sẽ mở bán từ năm 2026 và bắt đầu bàn giao từ năm 2028.



Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 12: 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: Đối với giai đoạn 1 (~90 ha), đã hoàn tất đến bù giải phóng mặt bằng, được giao đất và đã nhận được giấy phép xây dựng hạ tầng. KDH dự kiến sẽ khởi công việc xây dựng hạ tầng trong quý 3/2025.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao từ năm 2027.
- 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) được ước tính đến giữa năm 2025 để định giá danh mục các dự án đang được xây dựng và phát triển của KDH.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 24% giá mục tiêu của KDH lên mức 47.100 đồng/cổ phiếu (từ mức 37.900 đồng/cp, đã điều chỉnh theo mức cổ tức cổ phiếu 10% với ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 17/7). Mức điều chỉnh này phản ánh (1) mức tăng dự kiến của giá bán và triển vọng cải thiện hạ tầng tại dự án Tân Tạo, (2) sự thay đổi đối với phương pháp định giá từ phương pháp P/B sang CKDT cho các dự án Bình Trưng Đông và Phong Phú 2 nhờ tiềm năng mở bán và tiến độ khả quan của công tác đền bù giải phóng mặt bằng, (3) mức điều chỉnh tăng đối với KCN Lê Minh Xuân Mở Rộng sau những diễn biến thuận lợi về chính sách thuế quan của Mỹ, và (4) mức tăng của chúng tôi đối với hệ số P/B mục tiêu cho các dự án chưa công bố (lên mức 1,8x, so với 1,5x trước đây), qua đó ghi nhận mức giá trị dự kiến cao hơn từ quỹ đất tại TP.HCM của KDH; những yếu tố này bị ảnh hưởng một phần bởi (5) mức tăng QoQ của số dư nợ vay ròng.

Hình 13: 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%	4.679
The Solina	CKDT	100%	3.219
Tân Tạo	CKDT	100%	27.948
KCN Lê Minh Xuân Mở rộng	CKDT	100%	1.977
Bình Trưng Đông	CKDT	100%	9.321
Phong Phú 2	CKDT	100%	4.024
Các dự án khác chưa được công bố	P/B	100%	7.833
Tổng NAV dự án			59.001
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn			2.971
(-) Tổng nợ vay			9.142
Giá trị tài sản ròng			52.830
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) *			1.122
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			47.100
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)			34.000
Tổng mức sinh lời			+38,5%
P/B dự phóng các năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu			2,8x/ 2,7x/ 2,5x
P/E dự phóng các năm 2025/26/27 theo giá mục tiêu			55,4x/ 46,6x/ 37,4x

Nguồn: Vietcap

Hình 14: 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

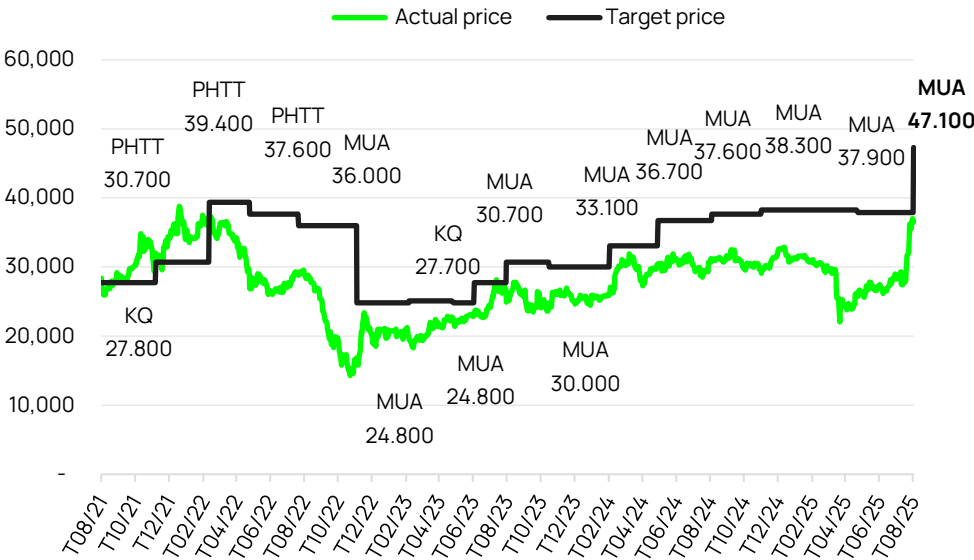
Hình 15: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với KDH liên quan đến việc chúng tôi tăng giả định giá bán trung bình ròng của các dự án BĐS nhà ở* dự kiến sẽ mở bán trong giai đoạn 2026–27, với các yếu tố khác không thay đổi.

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)	47.100	48.300	49.100	50.300	51.100
P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu	2,7x	2,7x	2,8x	2,9x	2,9x

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: (*) Bao gồm giai đoạn cao tăng của Gladia, The Solina và Tân Tạo.

Diễn biến khuyến nghị

Hình 16: 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	5.187	5.979	5.123
Giá vốn hàng bán	-1.539	-2.125	-1.748	-1.942
Lợi nhuận gộp	1.740	3.061	4.232	3.181
Chi phí bán hàng	-189	-255	-342	-230
Chi phí quản lí DN	-242	-326	-437	-294
LN từ HĐKD	1.309	2.481	3.453	2.658
Doanh thu tài chính	37	42	40	27
Chi phí tài chính	-216	-230	-271	-429
Trong đó, chi phí lãi vay	-35	-37	-45	-79
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/ (lỗ) ròng khác	-80	0	0	0
LNTT	1.050	2.293	3.222	2.256
Thuế TNDN	-248	-459	-644	-451
LNST trước CĐTS	802	1.834	2.578	1.805
Lợi ích CĐ thiếu số	7	-808	-1.359	-285
LNST sau CĐTS, báo cáo	809	1.026	1.219	1.520
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	809	1.026	1.219	1.520
EBITDA	1.315	2.530	3.502	2.707
EPS báo cáo, VND	728	850	1.010	1.259
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%	58,2%	15,3%	-14,3%
LN từ HĐKD	7,3%	89,6%	39,2%	-23,0%
LN trước thuế	-1,8%	118,3%	40,5%	-30,0%
EPS báo cáo	6,1%	16,8%	18,8%	24,7%
Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	53,1%	59,0%	70,8%	62,1%
Biên LN từ HĐKD	39,9%	47,8%	57,7%	51,9%
Biên EBITDA	40,1%	48,8%	58,6%	52,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	24,7%	19,8%	20,4%	29,7%
ROE	5,2%	5,7%	6,4%	7,4%
ROA	2,8%	5,8%	7,5%	4,8%
Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	4.858	3.947	5.330	5.461
Số ngày phải thu	270	235	228	272
Số ngày phải trả	45	50	55	48
Chu kỳ luân chuyển tiền	5.082	4.132	5.502	5.686
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	6,9x	9,9x	8,9x	6,7x
CS thanh toán nhanh	1,6x	2,3x	1,7x	1,2x
CS thanh toán tiền mặt	0,8x	1,0x	0,6x	0,4x
Nợ vay/ Tài sản	23,1%	25,3%	21,8%	20,1%
Nợ vay/ Vốn	26,7%	28,0%	24,5%	23,6%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	19,2%	23,9%	23,3%	21,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	37,4x	67,2x	76,3x	33,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	3.096	2.851	2.185	2.456
Đầu tư TC ngắn hạn	277	370	0	0
Các khoản phải thu	3.018	3.653	3.824	3.802
Hàng tồn kho	22.178	23.781	27.257	30.848
TS ngắn hạn khác	275	339	447	444
Tổng TS ngắn hạn	28.844	30.993	33.713	37.550
TS cố định (nguyên giá)	1.437	1.541	1.660	1.763
- Khấu hao lũy kế	-103	-152	-201	-251
TS cố định (ròng)	1.334	1.389	1.459	1.512
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	580	580	580	580
Tổng TS dài hạn	1.914	1.969	2.039	2.092
Tổng Tài sản	30.758	32.962	35.751	39.642
Phải trả ngắn hạn	288	291	239	266
Nợ vay ngắn hạn	1.100	1.045	941	846
Nợ ngắn hạn khác	2.794	1.780	2.602	4.476
Tổng nợ ngắn hạn	4.182	3.116	3.782	5.589
Nợ vay dài hạn	5.998	7.295	6.841	7.120
Nợ dài hạn khác	1.124	1.124	1.124	1.124
Tổng nợ	11.304	11.535	11.747	13.832
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	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	3.633	4.852	6.371
Vốn khác	352	352	352	352
Lợi ích CĐTS	2.059	2.867	4.226	4.511
Vốn chủ sở hữu	19.453	21.427	24.005	25.809
Tổng nguồn vốn	30.758	32.962	35.751	39.642
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	2.851	2.185
Thu nhập ròng	809	1.026	1.219	1.520
Khấu hao	7	49	49	49
Thay đổi vốn lưu động	-4.869	-3.180	-2.925	-1.626
Điều chỉnh khác	405	676	1.298	246
LCTT từ HĐ kinh doanh	-3.648	-1.429	-359	189
Chi phí đầu tư XDCB, ròng	-100	-104	-120	-102
Đầu tư, ròng	-818	-94	370	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-918	-197	251	-102
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	1.297	-454	279
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	3.932	1.381	-558	185
Lưu chuyển tiền thuần	-634	-245	-666	271
Tiền cuối năm	3.096	2.851	2.185	2.456

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

Vĩ 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 Nguyên, 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, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@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 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.