



Company Report: KHANG DIEN HOUSE JSC. (KDH)

Analyst

Nhu Vu Quynh

Mail: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

20/03/2026

Về vùng giá tích lũy tốt khi rủi ro đã phản ánh vào giá

Cập nhật KQKD năm 2025

Năm 2025, Khang Điền ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu đạt 4,674 tỷ đồng (+43% YoY) và lợi nhuận sau thuế 1,634 tỷ đồng (gấp đôi YoY), chủ yếu nhờ bàn giao sản phẩm thấp tầng tại The Gladia với biên lợi nhuận cao. Tuy nhiên, cơ cấu tài sản tiếp tục nghiêng mạnh về hàng tồn kho (23,264 tỷ đồng, ~68.3% tổng tài sản), trong khi dư nợ vay tăng lên 10,150 tỷ đồng và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tiếp tục âm trong nhiều năm. Trong bối cảnh tín dụng bất động sản bị kiểm soát chặt, đây là thách thức đáng kể; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng KDH vẫn duy trì nền tảng ổn định nhờ tiến độ pháp lý các dự án đang dần cải thiện, tạo tiền đề cho chu kỳ triển khai và ghi nhận doanh thu trong các năm tới.

Luận điểm đầu tư

(1) The Gladia đảm bảo tăng trưởng ngắn hạn

Các sản phẩm thấp tầng đã bước vào giai đoạn hoàn thiện và bàn giao, cho phép ghi nhận doanh thu xuyên suốt năm 2026.

(2) Các dự án gối đầu giúp cải thiện dòng tiền và giảm áp lực nợ
Sau The Gladia phần thấp tầng, KDH tiếp tục xây dựng phần thấp tầng với hơn 600 căn hộ (đã động thổ vào cuối tháng 1/2026; dự kiến xây dựng và mở bán từ Q3/2026, tạo dòng tiền nổi tiếp.

Song song, dự án The Solina (11A) – hiện đã hoàn tất đền bù 13/16ha dự kiến mở bán từ cuối 2026, cùng với Bình Trưng Đông mở rộng sẽ đảm bảo nguồn thu trung hạn.

(3) Lợi thế dài hạn từ quỹ đất và chiến lược phát triển

Khang Điền sở hữu quỹ đất ~650 ha tại TP.HCM, tập trung ở khu vực có vị trí trung tâm với nhu cầu ở thực cao. Trong bối cảnh giá đất tiệm cận thị trường và chi phí phát triển tăng, lợi thế quỹ đất sẵn có giúp doanh nghiệp duy trì lợi thế tăng trưởng dài hạn.

KHUYẾN NGHỊ: Hiện cổ phiếu KDH đang giao dịch quanh mức P/B ~1.6x, thấp hơn khoảng 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá này đã phản ánh tương đối đầy đủ các rủi ro vĩ mô, đồng thời tạo ra vùng giá hợp lý để nhà đầu tư dài hạn cân nhắc tích lũy. GTJAS VN khuyến nghị **MUA** đối với KDH, giá mục tiêu 36,829 VND/cp, Upside 44.31% so với giá đóng cửa ngày 20/03/2026 là 25,500 VND/cp.

Recommendation:

MUA

6-18m TP:

VND 36,800

Upside

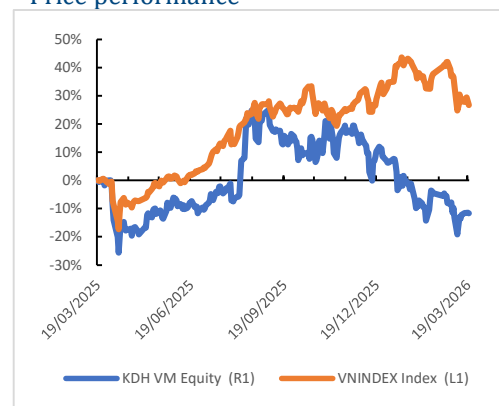
+44.31%

Current price:

VND25,500

(Close price at 20/03/2026)

Price performance



Price change	1 M	3 M	1Y
% Abs.	-7.2%	-9.6%	-11.4%
% Rel to VNIndex	-4.1%	-9.9%	16.8%
Avg price (VND)	26,498	28,341	29,924

Source: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

Shares in issue (m)

1,122.2

Major shareholder

Thien Loc Investment JSC. 10.83%

Market cap. (VND b)

29,458.14

Free float (%)

65%

3-month average vol. ('000)

5,671

D/E

0.61

52 week high/ low (VND)

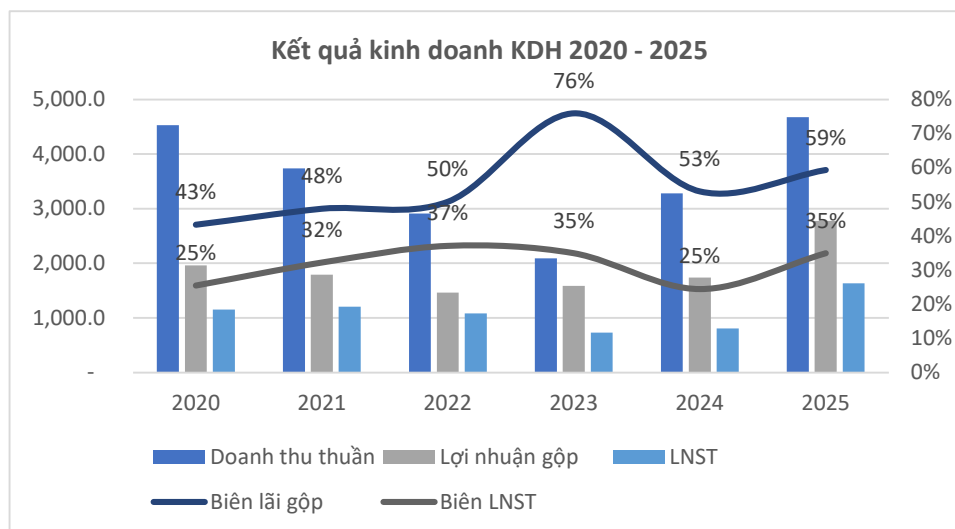
37,000/22,045

Source: FiinPro, Guotai Junan (VN).

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4 VÀ NĂM 2025

Chỉ tiêu	Q4/25	Q4/24	%YoY	2025	2024	%YoY	KQ2025/dự báo GTJAS
Doanh thu thuần	1,816	2,048	-11%	4,674	3,279	43%	97%
Chuyển nhượng BĐS	1,803	2,032	-11%	4,611	3,225	43%	
Lợi nhuận gộp	1,290	908	42%	2,776	1,740	60%	94%
Doanh thu hoạt động tài chính	12	8	41%	40	38	6%	121%
Chi phí tài chính	(75)	(171)	-56%	(180)	(216)	-17%	129%
SG&A	(268)	(231)	16%	(616)	(432)	43%	133%
LNTT	983	505	95%	2,039	1,051	94%	86%
LNST	793	394	101%	1,634	804	103%	82%
NPATMI	496	399	24%	1,053	810	30%	92%
Biên gộp	71%	44%	27ppt	59%	53%	6%	
Biên ròng	44%	19%	24%	35%	25%	10%	
% Kế hoạch DT năm				123%	84%		

Kết quả kinh doanh vượt chỉ tiêu đề ra cho 2025



Nguồn: BCTC KDH, GTJAS VN tổng hợp

Kết thúc quý 4/2025, Nhà Khang Điền ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,816 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ 2024. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp lại tăng mạnh 42% so với cùng kỳ năm trước, đạt gần 1,290 tỷ đồng. Sau khi trừ các chi phí, Khang Điền lãi sau thuế 793 tỷ đồng, gấp đôi quý 4/2024.

Lũy kế cả năm 2025, Khang Điền ghi nhận doanh thu thuần đạt 4,674 tỷ đồng, tăng 43% so với năm 2024. Lợi nhuận sau thuế đạt gần 1,634 tỷ đồng, gấp đôi năm trước.

Trong Q4/2025, doanh thu bàn giao bất động sản của CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) chủ yếu đến từ các sản phẩm thấp tầng tại dự án The Gladia, với mức giá bán công bố dao động khoảng 220–270 triệu đồng/m². Lũy kế cả năm, Công ty đã bàn giao khoảng 70 căn thấp tầng tại dự án này.

Nhờ cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang loại hình nhà ở thấp tầng thuộc phân khúc cao cấp, biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện mạnh, đạt 71% trong Q4/2025, tăng từ mức 62% của quý trước và tăng 27 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước. Động lực chính đến từ việc ghi nhận doanh thu từ phân khu thấp tầng tại The Gladia – vốn có biên lợi nhuận cao hơn đáng kể so với sản phẩm căn

hộ. Trong khi đó, nền so sánh thấp của Q4/2024 do chủ yếu bàn giao căn hộ tại The Privia càng làm nổi bật mức cải thiện biên trong kỳ.

1.1. Cơ cấu tài sản: tập trung cao vào tồn kho, thanh khoản thấp

Tại thời điểm 31/12/2025, tổng tài sản của KDH đạt hơn 34,000 tỷ đồng (+11% YoY). Trong đó, quy mô Tài sản ngắn hạn chiếm tới 93% Tổng tài sản, đạt hơn 31,600 tỷ đồng. Tài sản ngắn hạn chủ yếu đến từ mục Hàng tồn kho với giá trị lên tới 23,264 tỷ đồng, chiếm khoảng 68.3% tổng tài sản. Ngược lại, tiền mặt, tương đương tiền và tiền gửi ngắn hạn chỉ đạt hơn 2,700 tỷ đồng, tương đương chiếm 8% tổng tài sản.

Việc **hàng tồn kho** tăng nhanh trong giai đoạn 2022–2025 tại Khang Điền không phản ánh vấn đề về khả năng hấp thụ của thị trường, mà chủ yếu xuất phát từ đặc thù pháp lý và chu kỳ phát triển dự án của doanh nghiệp. Trong giai đoạn này, phần lớn các dự án trọng điểm – đặc biệt là các dự án có nguồn gốc từ quỹ đất BCCI như KDC Tân Tạo và các khu vực khu Tây TP.HCM – vẫn đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý và giải phóng mặt bằng, chưa đủ điều kiện để mở bán.

Đáng chú ý, trong giai đoạn từ cuối năm 2022 đến nửa đầu năm 2024, tình trạng chậm triển khai pháp lý không chỉ riêng KDH mà là vấn đề chung của thị trường bất động sản khu vực miền Nam. Việc tăng cường thanh tra, kiểm tra quy trình phê duyệt dự án ở nhiều cấp, cùng với sự chông chéo giữa các bộ luật như Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS, cũng như một số quy định không còn phù hợp với thực tiễn thị trường, đã khiến quá trình phê duyệt pháp lý bị kéo dài đáng kể. Đồng thời, các vướng mắc trong việc xác định giá đất và chi phí đền bù giải phóng mặt bằng càng làm chậm tiến độ chuẩn bị quỹ đất của doanh nghiệp.

Trong bối cảnh đó, chi phí phát triển dự án – bao gồm chi phí xây dựng và chi phí lãi vay vốn hóa – tiếp tục tích lũy vào hàng tồn kho, làm quy mô tồn kho tăng mạnh trên bảng cân đối kế toán. Bên cạnh đó, ngay cả với các dự án đã đủ điều kiện triển khai như The Gladia hay The Privia, chiến lược phát triển của KDH là mở bán ở giai đoạn gần hoàn thiện và bàn giao trong thời gian ngắn sau đó. Điều này giúp giảm rủi ro thị trường và cải thiện tốc độ thu tiền, nhưng đồng thời cũng tạo ra độ trễ giữa thời điểm tích lũy chi phí và ghi nhận doanh thu, khiến tồn kho duy trì ở mức cao trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, kể từ năm 2024 đến nay, khi các luật mới và các văn bản hướng dẫn dần được ban hành và áp dụng, tiến độ pháp lý của các dự án đã có dấu hiệu cải thiện. Đây là yếu tố quan trọng giúp KDH từng bước chuyển dịch từ giai đoạn “tích lũy tồn kho” sang “triển khai và mở bán”, đặc biệt đối với các dự án quy mô lớn trong quỹ đất BCCI.



1.2. Nợ vay: gia tăng nhanh, chi phí vốn “ẩn” trong tồn kho

Dư nợ vay tài chính của KDH tại cuối năm 2025 đạt 10,150 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 7,100 tỷ đồng đầu năm. Dù tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu ở mức 0.6x chưa phải quá rủi ro, nhưng cần lưu ý rằng phần lớn vốn vay đang được “giam” trong tồn kho và các dự án dở dang.

Đáng chú ý, chi phí lãi vay phải trả thể hiện trong báo cáo Lưu chuyển tiền tệ đạt 829 tỷ đồng, nhưng chi phí tài chính ghi nhận trên Báo cáo kết quả kinh doanh chỉ khoảng 180 tỷ đồng (-17% YoY), do doanh nghiệp tiếp tục vốn hóa phần lớn lãi vay (805 tỷ đồng) vào hàng tồn kho. Cách hạch toán này giúp lợi nhuận kế toán ổn định trong ngắn hạn, nhưng đồng thời tích lũy chi phí vào giá vốn tương lai, tiềm ẩn áp lực lên biên lợi nhuận khi các dự án được bàn giao.

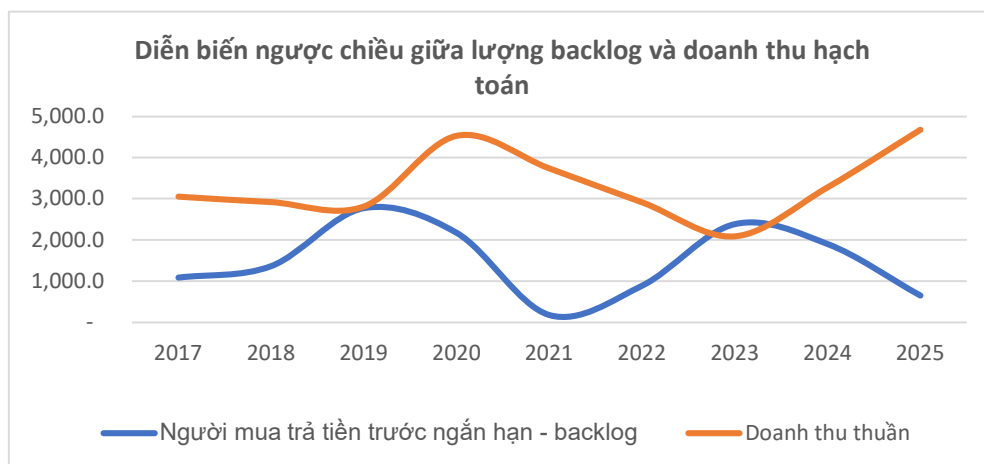
Phần lớn các khoản vay của Nhà Khang Điền tập trung tại các ngân hàng thương mại lớn như OCB, VietinBank và MBBank. Trong đó, VietinBank được xem là đối tác tín dụng quan trọng nhất với dư nợ giải ngân cho Khang Điền cao nhất trong nhóm các ngân hàng, tập trung chủ yếu cho vay dài hạn ở hai dự án Bình Trưng và Tân Tạo.

Với đặc điểm lãi suất của các khoản vay này tính theo lãi suất cơ sở cộng biên độ từ 3,5% đến 4%, việc lãi suất tiền gửi có xu hướng tăng mạnh vào cuối năm 2025 đã tác động mạnh lên doanh nghiệp. Mặc dù các chi phí lãi vay đã được vốn hóa vào các dự án cho năm 2025, nhưng việc chi phí lãi vay vốn hóa được trong năm vọt lên gần 829 tỷ đồng trong khi nửa đầu năm chỉ hơn 383,5 tỷ đồng thể hiện rõ những áp lực gia tăng của Nhà Khang Điền.

Khoản **người mua trả tiền trước ngắn hạn** giảm từ gần 1,900 tỷ đồng cuối 2024 xuống còn 648 tỷ đồng, cho thấy lượng doanh thu gối đầu tiềm năng suy giảm đáng kể.

Diễn biến này một phần phản ánh đặc thù trong chiến lược bán hàng của Khang Điền, khi doanh nghiệp thường mở bán ở giai đoạn dự án đã gần hoàn thiện và rút ngắn thời gian từ mở bán đến bàn giao. Thực tế, tại dự án The Gladia, doanh nghiệp đã bàn giao sổ hồng cho cư dân vào cuối tháng 01/2026, tương ứng với thời gian ra sổ chỉ khoảng 3 tháng sau khi mở bán – mức rất nhanh so với mặt bằng thị trường.

Tuy nhiên, việc ghi nhận doanh thu theo mô hình “bán nhanh – bàn giao sớm” cũng khiến quy mô backlog duy trì ở mức thấp. Điều này hàm ý kết quả kinh doanh năm 2026 sẽ phụ thuộc lớn vào tiến độ bán hàng và bàn giao quỹ căn còn lại tại phân khu thấp tầng The Gladia, trong bối cảnh các dự án cũ đã được bàn giao gần hết và quỹ đất xen kẹt đã được thanh lý trong năm 2025. Trong khi đó, phân khu cao tầng tại The Gladia – nguồn tạo dòng tiền tiếp theo – dự kiến chỉ có thể mở bán sớm nhất vào Q3/ 2026 và bắt đầu bàn giao – ghi nhận doanh thu từ Q4/ 2027.

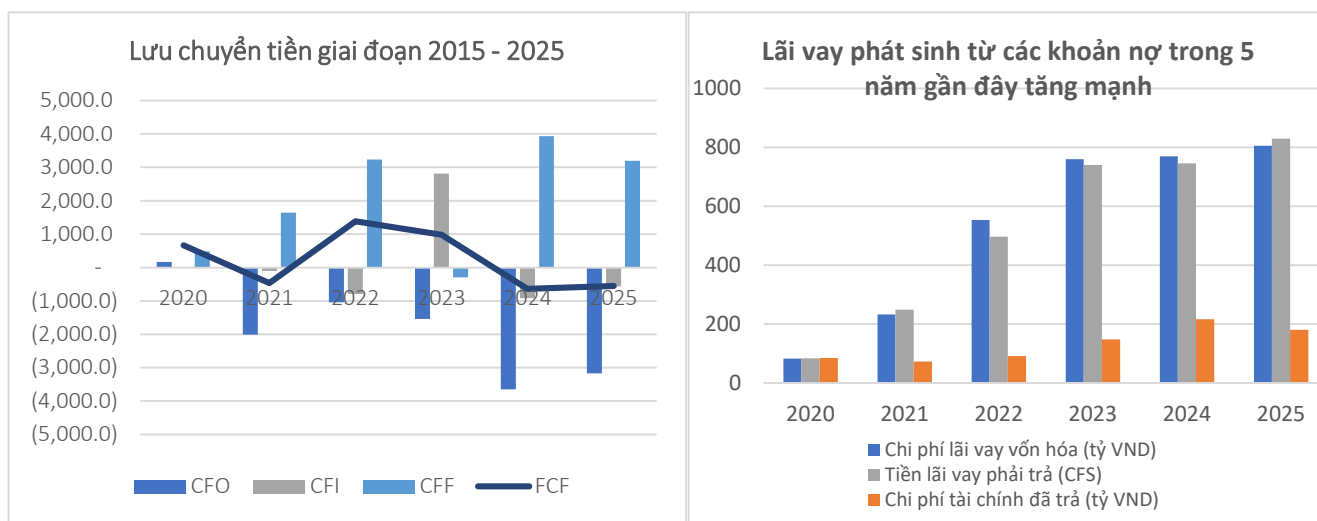


1.3. Dòng tiền: áp lực kéo dài, phụ thuộc vào dòng tiền từ hoạt động tài chính

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Khang Điền tiếp tục ở trạng thái âm lớn, đạt -3,174.7 tỷ đồng trong năm 2025, dù đã cải thiện so với mức -3,648 tỷ đồng của năm 2024. Điều này cho thấy

dù lợi nhuận kế toán ghi nhận tích cực, doanh nghiệp vẫn chịu áp lực dòng tiền đáng kể do nhu cầu chi cho phát triển dự án và thanh toán lãi vay.

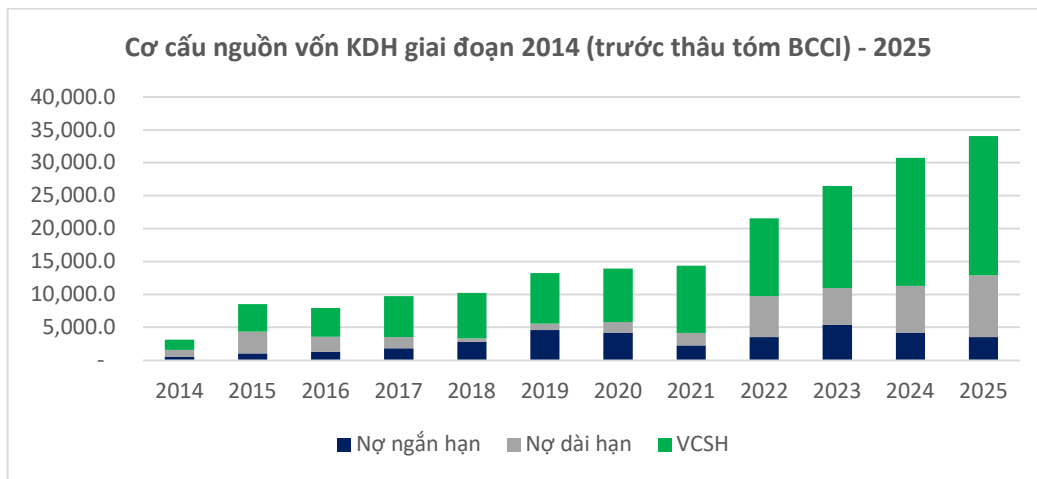
Bên cạnh đó, dòng tiền đầu tư cũng âm 566 tỷ đồng, chủ yếu đến từ chi phí xây dựng tài sản và đầu tư dài hạn. Việc cả dòng tiền kinh doanh và đầu tư đều âm khiến doanh nghiệp phải phụ thuộc lớn vào các nguồn tài trợ bên ngoài để duy trì hoạt động và triển khai dự án.



Trong giai đoạn 2021–2025, Khang Điền đã chủ động đa dạng hóa nguồn vốn nhằm bù đắp dòng tiền thiếu hụt, bao gồm duy trì chính sách trả cổ tức bằng cổ phiếu **10%/năm** để hạn chế dòng tiền ra, phát hành **1,100 tỷ đồng** trái phiếu trong năm 2022, nhận góp vốn hơn **500 tỷ đồng** cho dự án The Solina, và đặc biệt là thương vụ bán **49%** dự án Bình Trưng Mới và **49%** dự án Đoàn Nguyên cho Keppel Land trong năm 2023, thu về hơn **3,000 tỷ đồng**. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn thanh lý một phần quỹ đất và tiếp tục tăng dư nợ ngân hàng, đồng thời nhận thêm **3,000 tỷ đồng** vốn góp từ cổ đông chiến lược trong năm 2024. Nhờ uy tín và quan hệ với các tổ chức tín dụng, KDH cũng đã tái cấu trúc nợ, kéo giãn kỳ hạn trả gốc sang giai đoạn **2026–2027**, qua đó giảm áp lực thanh toán ngắn hạn.

Chiến lược dòng tiền của doanh nghiệp mang tính “xoay vòng dự án”, khi lần lượt triển khai và ghi nhận dòng tiền từ các dự án để trả nợ theo từng giai đoạn, với The Classia (2023), The Privia (2024) và The Gladia (2025). Mô hình này giúp KDH duy trì thanh khoản trong ngắn hạn, nhưng đồng thời làm gia tăng sự phụ thuộc vào tiến độ bán hàng và triển khai dự án.

Do đó, khả năng cân đối tài chính trong thời gian tới sẽ phụ thuộc lớn vào việc doanh nghiệp có thể tiếp tục mở bán và bàn giao đúng tiến độ các dự án trọng điểm, đặc biệt là bàn giao phần thấp tầng, mở bán phân khu cao tầng tại dự án The Gladia by Waters và mở bán The Solina trong giai đoạn 2026–2027.



Tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn vững chắc với quỹ đất lớn và không gian pháp lý thuận lợi

Nếu nhìn về trung - dài hạn, bức tranh của Khang Điền lại mang màu sắc khác. Giai đoạn 2026-2027 được xem là chu kỳ tăng tốc của doanh nghiệp khi đồng loạt triển khai và mở bán nhiều dự án lớn tại TP. HCM, bao gồm:

- Phân khu Cao tầng với hơn 600 căn chung cư tại The Gladia by Water
- Dự án The Solina (16.4 ha),
- Dự án Bình Trưng Mới (liền kề The Gladia)
- và dự án **Khu công nghiệp Lê Minh Xuân** mở rộng (109ha).

Tổng quỹ đất phát triển vượt 150ha, với pháp lý đã và đang được hoàn thiện, đã hoàn tất đền bù toàn bộ hoặc giai đoạn 1 dự án, là nền tảng quan trọng cho tăng trưởng trong những năm tới.

Cuối tháng 1/2026, bên cạnh việc tổ chức lễ bàn giao sổ hồng cho khách hàng tại phân khu thấp tầng dự án Gladia by the Waters (tổng vốn đầu tư 10,200 tỷ đồng), liên doanh Keppel - Khang Điền đã đồng thời động thổ phân khu cao tầng của dự án The Gladia, dự kiến mở bán từ quý 3/2026 và có thể bàn giao từ Q4/2027.

Ngoài ra, đầu năm 2026, Khang Điền tiếp tục mở rộng quỹ đất thông qua việc nhận chuyển nhượng Bất động sản An Lập với giá trị hơn 2,550 tỷ đồng, qua đó sở hữu dự án khu nhà ở quy mô khoảng 8.2 ha tại phường Cát Lái, TP. Thủ Đức. Dự án bao gồm khoảng 200-300 căn thấp tầng và đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý, sẵn sàng bước vào giai đoạn đầu tư xây dựng.

Đáng chú ý, dự án này nằm liền kề các dự án hiện hữu như Gladia và Bình Trưng Đông, qua đó nâng tổng quỹ đất của KDH tại khu vực Cát Lái lên khoảng 40 ha. Việc tích lũy quỹ đất liền mạch tại khu vực này, kết hợp với đối tác Keppel Land, cho thấy chiến lược rõ ràng của doanh nghiệp trong việc phát triển một quần thể dự án quy mô lớn thuộc phân khúc cao cấp tại khu Đông TP.HCM.

Với tổng mức đầu tư ước tính lên tới 40,000 tỷ đồng, cụm dự án này được kỳ vọng sẽ trở thành nguồn cung chủ lực, đóng góp dòng tiền và doanh thu trung hạn ổn định cho KDH trong giai đoạn đến năm 2030. Đây cũng là nền tảng quan trọng giúp doanh nghiệp duy trì tăng trưởng sau khi hoàn tất chu kỳ khai thác các dự án hiện tại như The Privia và The Gladia phân khu thấp tầng.

Tại khu Tây Nam TP. HCM, quỹ đất giai đoạn 1 thuộc dự án The Solina với quy mô 13ha trên trục Nguyễn Văn Linh đã hoàn tất pháp lý và đang được đầu tư hạ tầng, kỳ vọng hưởng lợi khi dự án cầu - đường Bình Tiên triển khai.

Tiến độ các dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư; đang và sẽ thực hiện của Khang Điền:

Dự án	Quy mô (ha)	Sản phẩm	Tình trạng pháp lý				
			Quy hoạch 1/500	Đền bù	Phân bổ đất	Tiền SD đất	GPXD
The Gladia by Waters	11.8	226 căn thấp tầng; 600 căn chung cư	Phân thấp tầng (226 căn): - Đã hoàn tất thi công, - Đã bán ~135 căn thấp tầng, tỷ lệ hấp thụ 60%, bàn giao 70 căn và ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Phân cao tầng (616 căn): - Đã làm lễ động thổ vào ngày 25/01/2026				
Bình Trưng Mới Phân khu mở rộng 1 (liền kề The Gladia)	18	200 căn thấp tầng và 3500 căn hộ	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	BLĐ đặt mục tiêu hoàn tất quy hoạch 1/500 trong Q2/2026 và bắt đầu xây dựng hạ tầng từ Q4/2026
Phân khu mở rộng 2 – đầu xóm trong thương vụ với An Lập (liền kề The Gladia)	8.2	200 căn thấp tầng	-	-	-	-	-
The Solina	16.4	218 căn thấp tầng và 7 blocks chung cư với 2119 căn hộ	Hoàn tất	Hoàn tất GĐ1 (14ha)	Hoàn tất GĐ1	Hoàn tất GĐ1	Đã khởi công xây dựng hạ tầng vào năm 2025. KDH đặt mục tiêu sẽ mở bán chính thức và bàn giao trong năm 2027
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	109.9	Diện tích đất thương phẩm: 60ha	Hoàn tất	Hoàn tất GĐ1	Hoàn tất GĐ1	Hoàn tất GĐ1	Đã khởi công xây dựng hạ tầng vào năm 2025
Tân Tạo	330	Đang cập nhật	Hoàn tất	Hoàn tất 85% diện tích tại cuối 2025. Dự kiến hoàn tất trong 2026	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Dự kiến bắt đầu khởi công và mở bán vào 2027
Phong Phú 2	132.9	5 tiểu khu với khoảng 3383 căn thấp tầng	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Dự kiến bắt đầu khởi công vào 2027

Kế hoạch kinh doanh 2026

Năm 2026, Công ty dự kiến kế hoạch lãi ròng khoảng 1,500 đến 2,500 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng tối thiểu là 50% và tối đa là 150% so với kết quả đạt được trong năm liền trước.

Trong đó, 1,600 tỷ đồng đến từ việc bán các sản phẩm thấp tầng của Gladia (11.8 ha). Doanh nghiệp đặt mục tiêu hoàn tất hoạt động mở bán trong năm 2026 và ghi nhận lợi nhuận cho phần lớn sản phẩm trong năm, tùy thuộc vào tiến độ bàn giao các sản phẩm đã bán.

500 tỷ đồng đến từ việc ghi nhận doanh số từ phần hàng tồn kho còn lại (bao gồm đất thương mại) tại các dự án trước đây ở TP HCM. Cùng với đó là phần đóng góp lợi nhuận bổ sung từ hoạt động hợp tác, liên doanh liên kết với các đối tác trong và ngoài nước để đầu tư dự án (bao gồm Bình Trưng Đông, The Solina và KCN Lê Minh Xuân mở rộng).

Chuyển dịch chiến lược: bán sớm dự án và mở rộng hợp tác

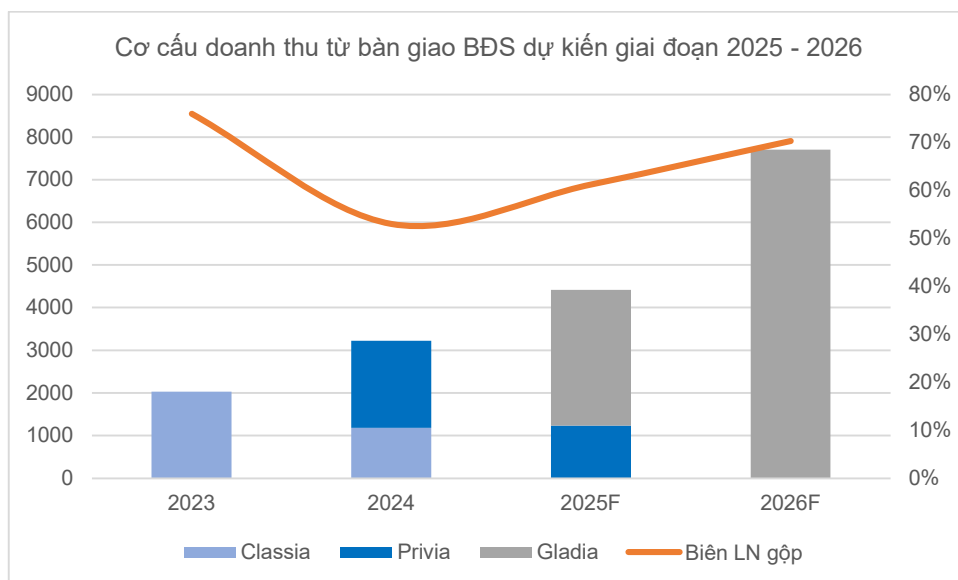
Trong các buổi làm việc với nhà phân tích vào cuối năm 2025 và đầu năm 2026, ban lãnh đạo Khang Điền cho thấy định hướng điều chỉnh chiến lược theo hai hướng: (1) từng bước chuyển sang mở bán sớm hơn trong vòng đời dự án thay vì chờ hoàn thiện, và (2) mở rộng hợp tác với các đối tác chiến lược để đồng phát triển. Cách tiếp cận này giúp doanh nghiệp rút ngắn chu kỳ thu tiền, cải thiện dòng tiền và tối ưu hiệu quả triển khai trong bối cảnh danh mục dự án ngày càng mở rộng.

Mô hình hợp tác đã được kiểm chứng thông qua việc đồng hành cùng Keppel Land tại The Gladia, qua đó giúp KDH giảm áp lực vốn, chia sẻ rủi ro và nâng cao chất lượng phát triển. Chúng tôi cho rằng đây là bước đi hợp lý khi dòng tiền doanh nghiệp vẫn ở mức hạn chế, trong khi các dự án sắp triển khai có quy mô lớn hơn đáng kể (điển hình như KDC Tân Tạo ~330 ha). Việc kết hợp bán sớm

và hợp tác phát triển được kỳ vọng sẽ trở thành trụ cột giúp KDH duy trì tăng trưởng mà không làm gia tăng đáng kể đòn bẩy tài chính trong trung hạn.

Dự phóng KQKD thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ đạt doanh thu năm 2026 là 7,762 tỷ đồng (+61% svck) và NPATMI đạt 2,176 tỷ đồng (+91% svck), chủ yếu đến từ bàn giao phân khu thấp tầng dự án Gladia và các sản phẩm tồn kho còn lại tại các dự án khác.

	2024	2025	%svck	2026F	%svck
Doanh thu thuần	3,279	4,674	47%	7,762	66%
Lợi nhuận gộp	1,740	2,776	70%	5,460	97%
<i>Biên gộp</i>	53.1%	59%	+8ppt	70.3%	
DT hoạt động tài chính	38	40	-13%	28	-30%
Chi phí tài chính	(216)	(180)	-36%	(107)	-40%
SG&A	(432)	(616)	7%	(351)	-43%
LNTT	1,051	1634	126%	5,089	211%
LNST	804	1053	147%	4,268	305%
<i>Biên ròng</i>	24.5%	35%	+17ppt	55.0%	+14ppt
NPATMI	810	1,053	41%	2,176	107%



Nguồn: GTJAS dự phóng

Tiến độ bàn giao dự án theo kỳ vọng của chúng tôi

	Mở bán	2024	2025	2026	2027	2028	Sau 2028
The Gladia phần thấp tầng	Q2/2025						
The Gladia phần cao tầng	Q3/2026F						
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	2H/2026F						
The Solina	2026F						
Bình Trưng Mới (liền kề The Gladia)	2027F						
Tân Tạo	Sau 2027						
Phong Phú 2	Sau 2027						

Chú thích:

Bàn giao

I. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1.1. Bàn giao The Gladia – trụ cột đảm bảo kết quả kinh doanh 2026 - 2027

Trong bối cảnh nguồn cung khu Đông TP.HCM phục hồi từ năm 2025 với nhiều dự án quy mô lớn như The Prive, Lavila Đông Sài Gòn, Eaton Park hay The Global City, mặt bằng giá bất động sản tại khu vực này đã thiết lập mức cao mới, đặc biệt ở phân khúc thấp tầng. Theo ghi nhận, giá sơ cấp tại một số dự án đã tiệm cận 1 tỷ đồng/m² vào thời điểm tháng 9/2025.

Tận dụng xu hướng tăng giá này, Khang Điền đã triển khai mở bán các phân khu thấp tầng như The Emeria và The Clarita từ tháng 10/2025, với mức giá dao động khoảng 200–250 triệu đồng/m². Đây được xem là mức giá cạnh tranh, đặc biệt khi đặt trong tương quan với các dự án cùng khu vực nhưng có mức giá cao hơn đáng kể.

Yếu tố hỗ trợ quan trọng đối với khả năng tiêu thụ của dự án đến từ hạ tầng, cụ thể là nút giao Mỹ Thủy – nơi đã hoàn thành một số hạng mục chính như hầm chui, cầu vượt và cầu Kỳ Hà 3. Khi hoàn thiện toàn bộ, khu vực này sẽ cải thiện đáng kể khả năng kết nối của trục Nguyễn Thị Định – Đồng Văn Cống – Vành đai 2 (Vô Chí Công), qua đó nâng cao giá trị thương mại của các dự án lân cận, bao gồm The Gladia.

Với tiến độ xây dựng đã ở giai đoạn hoàn thiện, KDH có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các sản phẩm thấp tầng ngay từ cuối năm 2025 và xuyên suốt năm 2026. Đây sẽ là động lực chính giúp duy trì kết quả kinh doanh trong bối cảnh các dự án trước đó như The Privia đã hoàn tất bàn giao.

1.2. Dòng tiền từ mở bán The Solina và phần cao tầng tại The Gladia by Water sẽ từng bước giúp giải tỏa áp lực nợ vay

Sau khi hoàn tất bàn giao phân khu thấp tầng, KDH dự kiến triển khai giai đoạn cao tầng của The Gladia từ quý 1/2026, với dự kiến mở bán từ Q3/2026 và bàn giao vào khoảng quý 4/2027. Phân khúc này sẽ đóng vai trò tạo nguồn thu gối đầu, duy trì dòng tiền trong giai đoạn chuyển tiếp giữa các chu kỳ dự án.

Song song đó, dự án The Solina (khu 11A) được xem là một trong những dự án trọng điểm tiếp theo trong giai đoạn 2026–2027. Hiện dự án đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính cho khoảng 13/16 ha, đang triển khai hạ tầng và dự kiến đủ điều kiện mở bán vào cuối 2026 hoặc đầu 2027. Với mức giá dự kiến khoảng 10–12 tỷ đồng/căn đối với sản phẩm thấp tầng và khoảng 4 tỷ đồng/căn đối với căn hộ, dự án này có thể mang lại dòng tiền dự án ước tính khoảng 4,000 tỷ đồng.

Ngoài ra, dự án Bình Trưng Đông mở rộng cũng được kỳ vọng sẽ được đẩy nhanh tiến độ, với kế hoạch khởi công trong năm 2026 và mở bán từ năm 2027. Trong bối cảnh khu vực Cát Lái – Bình Trưng Đông đang dần hình thành cụm đô thị đồng bộ (bao gồm The Gladia và các dự án lân cận), dự án này có nhiều điều kiện thuận lợi để đạt mức giá bán tích cực khi ra thị trường.

1.3. Về dài hạn, quỹ đất lớn tại trung tâm TP HCM, cùng năng lực phát triển dự án bài bản tạo lợi thế tăng trưởng vững chắc trong trung và dài hạn

Về dài hạn, Khang Điền sở hữu quỹ đất quy mô lớn, khoảng 650 ha tại TP.HCM, tập trung tại các khu vực có nhu cầu ở thực cao như TP. Thủ Đức (quận 2, quận 9) và khu Tây (Bình Chánh), bên cạnh khoảng 100 ha đất khu công nghiệp. Phần lớn quỹ đất này có pháp lý tương đối rõ ràng, tạo nền tảng cho việc triển khai dự án trong trung và dài hạn.

Trong bối cảnh chính sách đất đai đang dần minh bạch hóa, đặc biệt với việc điều chỉnh bảng giá đất tiệm cận giá thị trường và hoàn thiện các quy định liên quan đến tiền sử dụng đất, chi phí phát triển dự án mới có xu hướng gia tăng đáng kể. Điều này khiến việc tích lũy quỹ đất với giá hợp lý trở nên khó khăn hơn đối với các chủ đầu tư mới, qua đó gián tiếp củng cố lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp đã sở hữu sẵn quỹ đất lớn như KDH.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng thương mại của danh mục dự án của KDH, khi phần lớn nằm tại các khu vực có vị trí thuận lợi và nguồn cung hạn chế. Trong bối cảnh nhu cầu nhà ở tại các khu vực trung tâm vẫn duy trì ở mức cao, doanh nghiệp có khả năng hấp thụ phần chi phí đầu vào tăng thêm vào giá bán, qua đó bảo toàn biên lợi nhuận tốt hơn so với các dự án ở khu vực xa trung tâm.

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Mặc dù kết quả kinh doanh năm 2025 ghi nhận sự cải thiện rõ rệt, diễn biến giá cổ phiếu của Khang Điền vẫn chưa phản ánh tương xứng với nền tảng cơ bản. Theo đánh giá của chúng tôi, nguyên nhân chủ yếu đến từ tâm lý thận trọng của thị trường đối với nhóm bất động sản trong bối cảnh lãi suất cho vay có xu hướng gia tăng và tín dụng tiếp tục bị kiểm soát chặt, qua đó ảnh hưởng đến kỳ vọng về sức cầu và khả năng hấp thụ sản phẩm.

Tuy vậy, tác động này không đồng đều giữa các doanh nghiệp trong ngành. Những chủ đầu tư có uy tín, sở hữu quỹ đất pháp lý rõ ràng và sản phẩm có thanh khoản tốt sẽ có khả năng chống chịu tốt hơn trước các biến động vĩ mô. Trong bối cảnh đó, KDH vẫn duy trì vị thế là một trong những doanh nghiệp có chất lượng tài sản và năng lực triển khai đáng chú ý.

Hiện cổ phiếu KDH đang giao dịch quanh mức P/B ~1.6x, thấp hơn khoảng 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá này đã phản ánh tương đối đầy đủ các rủi ro vĩ mô, đồng thời tạo ra vùng giá hợp lý để nhà đầu tư dài hạn cân nhắc tích lũy một doanh nghiệp đầu ngành với nền tảng cơ bản vững và triển vọng tăng trưởng trung hạn rõ ràng.

GTJAS VN khuyến nghị **MUA** đối với KDH, giá mục tiêu 36,829 VND/cp, Upside 28.86% so với giá đóng cửa ngày 19/03/2026 là 26200 VND/cp.

Hạng mục	PP định giá	NPV dự phóng (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị (tỷ VND)
Giá trị các dự án BĐS đang triển khai	RNAV			49,165
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				2,378
(-) Nợ vay				-10,213
Giá trị tài sản ròng – RNAV				41,330
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				1,122.2
Giá mục tiêu (VND/cp)				36,829
Giá hiện tại (VND/cp, 20/03/2026)				25,500
Tiềm năng tăng giá				44.42%

III. RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Rủi ro thanh khoản trong bối cảnh siết tín dụng và lãi suất tăng

Dòng tiền của Khang Điền chịu áp lực trong bối cảnh môi trường tài chính kém thuận lợi hơn, khi lãi suất cho vay duy trì ở mức cao và tín dụng bất động sản tiếp tục được kiểm soát chặt. Điều này làm gia tăng chi phí vốn, đồng thời hạn chế khả năng tiếp cận nguồn tài trợ mới. Trong khi đó, doanh nghiệp vẫn cần duy trì mức chi lớn cho phát triển dự án, dẫn đến rủi ro kéo dài trạng thái dòng tiền âm và phụ thuộc vào tái cấu trúc nợ hoặc huy động vốn bổ sung.

Trong bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi chưa đồng đều, nếu tốc độ bán hàng tại các dự án chủ lực thấp hơn kỳ vọng, KDH có thể đối mặt với rủi ro suy giảm dòng tiền vào. Điều này đặc biệt đáng chú ý khi doanh nghiệp đang trong giai đoạn triển khai nhiều dự án song song, trong khi backlog không quá lớn do chiến lược bán nhanh – bàn giao sớm. Việc dòng tiền thu từ khách hàng bị chậm lại có thể ảnh hưởng đến khả năng xoay vòng vốn và gia tăng áp lực thanh khoản trong ngắn hạn.



2. Rủi ro pháp lý dự án

Danh mục dự án của KDH, đặc biệt là các dự án quy mô lớn thuộc quỹ đất BCCI, vẫn phụ thuộc đáng kể vào tiến độ hoàn thiện pháp lý. Các vướng mắc liên quan đến phê duyệt quy hoạch, xác định giá đất và giải phóng mặt bằng có thể tiếp tục kéo dài thời gian triển khai. Điều này không chỉ làm chậm tiến độ mở bán mà còn khiến chi phí phát triển (bao gồm lãi vay vốn hóa) tiếp tục tích lũy, ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư và thời điểm ghi nhận doanh thu.

Dự án đã và đang triển khai

PHỤ LỤC

Thông tin

The Privia

Vị trí: Số 321 đường An Dương Vương, Phường An Lạc, Quận Bình Tân, TP. HCM

Diện tích: 1.8 ha

Sản phẩm: 1,043 căn hộ chung cư và 20 căn thương mại dịch vụ

Pháp lý: Đã bàn giao nhà và đang thực hiện các thủ tục xin cấp Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu nhà ở và tài sản khác gắn liền với đất cho khách hàng

**The Gladia by Waters – Liên doanh với tập đoàn Kepple (Singapore)**

Vị trí: Gần mặt tiền đường Võ Chí Công, Phường Bình Trưng Đông, Thành phố Thủ Đức, TP. HCM

The Clarita (BTĐ1)

Diện tích: 5.8 ha

Sản phẩm: 159 căn nhà phố và biệt thự

Pháp lý và tiến độ: Đang hoàn tất xây dựng hạ tầng và các căn nhà phố, biệt thự

Emeria (BTĐ2)

Diện tích: 6 ha

Sản phẩm: 67 căn biệt thự và khoảng 600 căn chung cư cao tầng

Pháp lý và tiến độ: Đã hoàn tất xây dựng hạ tầng và các căn biệt thự

**The Solina – Khu nhà ở 11A**

Vị trí: Liền kề đường Nguyễn Văn Linh, Huyện Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh

Diện tích: 16,4 ha

Sản phẩm: Khu dân cư phức hợp gồm căn hộ, nhà liên kế và biệt thự

Pháp lý và tiến độ: Dự án đã có giấy phép xây dựng hạ tầng và dự kiến triển khai xây dựng hạ tầng trong giai đoạn 2025 - 2026.

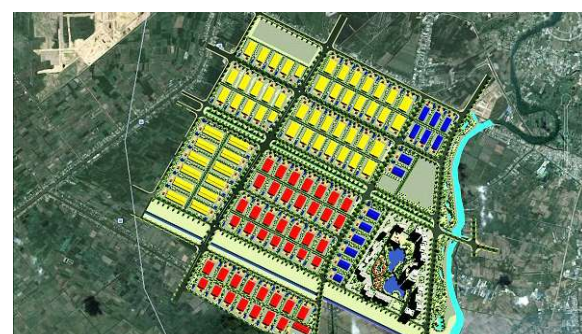
**Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng**

Vị trí: Nằm cạnh KCN & TTCN Lê Minh Xuân đang vận hành tại Huyện Bình Chánh (Cũ), TP. HCM

Diện tích: 109.9 ha

Sản phẩm: KCN có quy mô việc làm cho khoảng 10.000 người; diện tích đất thương phẩm là 60ha

Pháp lý và tiến độ: Dự án đã có Giấy phép xây dựng hạ tầng cho giai đoạn 1 gồm 89ha; dự kiến triển khai xây dựng hạ tầng trong giai đoạn 2025 - 2026.



Dự án triển khai trong tương lai**Thông tin****Khu trung tâm dân cư Tân Tạo – Khu A**

Dự án tọa lạc tại phường Tân Tạo A, quận Bình Tân. Dự án có quy mô khoảng 330 ha với đầy đủ tiện ích của một khu đô thị. Hiện nay dự án đang thực hiện các thủ tục pháp lý.

**KDC Phong Phú 2 – The Green Village**

Quy mô: 132.9 ha

Là dự án nhà ở kế cận khu đô thị Phong Phú 4, Bình Chánh, TP. HCM. Dự kiến quy hoạch dự án chủ yếu là các khu nhà

ở thấp tầng nằm trong khu vực có nhiều cây xanh, gần gũi thiên nhiên.

Dự án đang thực hiện các thủ tục pháp lý.

**Cụm dự án Bình Trưng – Bình Trưng Mới**

Cụm dự án Bình Trưng được phát triển trên quỹ đất liền kề dự án Gladia tại phường Bình Trưng Đông và phường Cát Lái, Thành phố Thủ Đức. Dự kiến quy mô cụm dự án bao gồm nhà liên kế, biệt thự và căn hộ chung cư... đáp ứng nhu cầu nhà ở ngày càng tăng tại khu Đông TP. HCM. Dự án đang thực hiện các thủ tục pháp lý.

COMPANY RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index.

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Buy	Relative Performance is greater than 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Accumulate	Relative Performance is 5% to 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is neutral
Reduce	Relative Performance is -15% to -5% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable
Sell	Relative Performance is lower than - 15% Or the Fundamental outlook of the company or sector is unfavorable

SECTOR RATING DEFINITION

Benchmark: VN – Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating	Definition
Outperform	Relative Performance is greater than 5% Or the Fundamental outlook of the sector is favorable
Neutral	Relative Performance is -5% to 5% Or the Fundamental outlook of the sector is neutral
Underperform	Relative Performance is lower than -5% OrThe Fundamental outlook of the sector is unfavorable

DISCLAIMER

The views expressed in this report accurately reflect personal views on securities codes or the issuer of the analyst(s) in charge of the preparation of the report. Investors should consider this report as reference and should not consider this report as securities investment consulting content for making decisions on investments and Investors shall be responsible for the investments decisions. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. may not be responsible for the whole or any damages, or an event(s) considered as damage(s) incurred from or in relation to the act of using all or part of the information or opinions stated in this report.

The analyst(s) responsible for the preparation of this report receive(s) remuneration based upon various factors, including the quality and accuracy of the research, clients' feedbacks, competitive factors and the revenue of the company. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or its members and/or its General Director and/or its staffs may have positions in any securities mentioned in this report (or in any related investments).

The analyst(s) responsible for the preparation of this report endeavours to prepare the report based on information believed to be reliable at the time of publication. Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. makes no representations, warranties and covenants on the completeness and accuracy of the information. Opinions and estimates expressed in this report represent views of the analyst responsible for the preparation of the report at the date of publication only and shall not be considered as Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp.'s views and may be subject to change without notice.

This report is provided, for information providing purposes only, to Investor including institutional investors and individual clients of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. in Vietnam and overseas in accordance with laws and regulations explicit and related in the country where this report is distributed, and may not constitute an offer or any specified recommendations to buy, sell or holding securities in any jurisdiction. Opinions and recommendations expressed in this report are made without taking differences regarding goals, needs, strategies and specified situations of each and every Investor(s) into consideration. Investors acknowledge that there may be conflicts of interests affecting the objectiveness of this report.

The content of this report, including but not limited to this recommendation shall not be the basis for Investors or any third party to refer to with the aim to requiring Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. and/or the analyst responsible for the preparation of this report to perform any obligations towards Investors or the third party in relation to the investment decisions of Investors and/or the content of this report.

This report may not be copied, reproduced, published or redistributed by any person(s) for any purposes unless upon a written acceptance by a competent representative of Guotai Junan Securities (Vietnam) Corp. Please cite sources when quoting.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Vu Quynh Nhu

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn - ext:702

Tran Thi Hong Nhung

Director of Research

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

25 November 2025



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, TP. HCM
Stock ordering: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

KDH

Company Report