

Mua vào (giữ nguyên)

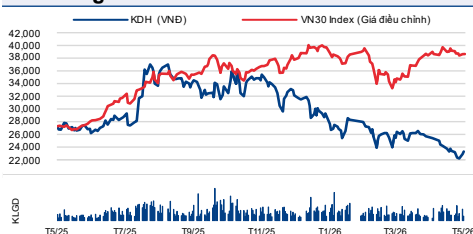
Giá mục tiêu: VNĐ32,300 (từ VNĐ35,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 40.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	23,000
Mã Bloomberg	KDH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,200-37,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,811
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	980
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	(10.2)	(15.6)	(15.7)
So với chỉ số	(10.6)	(14.0)	(40.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,050	967	8.5
2027F	1,406	1,912	(26.5)
2028F	3,251	2,451	32.6

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

Phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình định giá, duy trì k/n Mua vào

- HSC giảm 8,8% giá mục tiêu đối với KDH xuống 32.300đ sau khi phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá và điều chỉnh các giả định định giá. Do đó, với tiềm năng tăng giá 40,4% tại giá mục tiêu mới (do giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây), chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi tăng 21,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 (nhằm phản ánh khoản lợi nhuận từ giao dịch mua hồi một dự án trong Q1/2026), và giảm 16,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 do doanh số bán nhà tại dự án 11A (Solina) suy yếu, cũng như tăng 22,9% dự báo lợi nhuận năm 2028 (nhờ ghi nhận doanh thu các sản phẩm thấp tầng tại dự án Cát Lái).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với VNI Index, KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 50,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35,1%. Cổ phiếu đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 28 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026

KDH đã hoàn tất thương vụ mua lại dự án Cát Lái trong Q1/2026 – một quỹ đất có diện tích 8,2 ha tọa lạc trên đường Võ Chí Công, Phường Cát Lái, TP.HCM. Khu đất này nằm liền kề với dự án The Gladia và khu dân cư Bình Trưng Đông, được quy hoạch phát triển phân khúc BĐS thấp tầng với quy mô khoảng 200 căn nhà phố và biệt thự.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 & 2028, giảm dự báo 2027

HSC tăng 21,9% dự báo lợi nhuận năm 2026 lên 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%) nhằm phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên 285 tỷ đồng từ giao dịch mua hồi dự án Cát Lái trong Q1/2026, trong khi vẫn giữ nguyên dự báo doanh thu. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 1 nghìn tỷ đồng (giảm 0,9% so với cùng kỳ), nhờ ghi nhận doanh thu từ các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia. Chúng tôi cũng giảm 16,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 sau khi giảm dự báo doanh số bán nhà tại dự án 11A (Solina) nhưng tăng 22,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2028 lên 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 122,2%) nhờ ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm thấp tầng tại dự án Cát Lái. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 52,9% trong giai đoạn 2025-2028.

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu KDH đã và đang chịu áp lực điều chỉnh giảm tương đối mạnh (giảm 16% trong vòng 3 tháng qua), do mặt bằng lãi suất cao đã làm suy yếu tâm lý thị trường và kéo giảm doanh số bán nhà tại dự án thấp tầng The Gladia. Mặc dù vậy, HSC tin rằng diễn biến này đang tạo ra vị thế Mua vào vô cùng hấp dẫn. KDH đang được định giá rẻ và giao dịch ở mức chiết khấu 50,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35,1%. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 28 lần. HSC giảm 8,8% giá mục tiêu xuống còn 32.300đ sau khi phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình dự báo lợi nhuận và định giá và điều chỉnh các giả định định giá (đáng chú ý là việc tăng thêm 10 điểm phần trăm đối với mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30%). Do đó, với tiềm năng tăng giá 40,4% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, trong khi nhận thấy các chất xúc tác giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn đến từ: (1) sự phục hồi của đà tăng trưởng doanh số bán nhà khi mở bán phân khúc cao tầng của dự án The Gladia vào Q3/2026, nhờ dự án có vị trí đắc địa và giá trị mỗi căn hộ dễ tiếp cận hơn so với giai đoạn mở bán phân khúc thấp tầng. Những yếu tố này dự kiến sẽ hỗ trợ tích cực cho tỷ lệ hấp thụ; (2) tiến độ triển khai cuốn chiếu tại dự án Cát Lái vừa mới thầu tóm; và (3) tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ dự án Tân Tạo khi công tác đền bù giải phóng mặt bằng có tiến triển tích cực.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,301	2,146	2,642	3,054 ▼	5,535 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	810	1,053	1,271 ▲	1,694 ▼	3,764 ▲
EPS ĐC (đồng)	723	863	1,050 ▲	1,406 ▼	3,251 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	17,202	16,512	17,562	18,968	22,219
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	15.6	14.3	12.6	6.86
P/E ĐC (lần)	31.8	26.6	21.9	16.4	7.07
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.34	1.39	1.31	1.21	1.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.18)	19.4	21.6	34.0	131
ROAE (%)	5.25	5.86	6.65	8.26	16.3

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

Danh mục dự án chưa triển khai vững chắc hỗ trợ triển vọng doanh số bán nhà và lợi nhuận

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với KDH nhưng giảm 8,8% giá mục tiêu xuống còn 32.300đ (tiềm năng tăng giá là 40,4%), nhằm phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình định giá và việc chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026). Chúng tôi tăng 21,9% dự báo lợi nhuận năm 2026 nhằm phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thương vụ thu mua dự án Cát Lái. Chúng tôi giảm 16,9% dự báo lợi nhuận năm 2027 dựa trên giả định doanh số bán nhà tại dự án 11A (Solina) suy yếu, đồng thời tăng 22,9% dự báo lợi nhuận năm 2028 dựa trên giả định ghi nhận doanh thu từ dự án Cát Lái. Câu chuyện tăng trưởng trong dài hạn của KDH nhìn chung vẫn còn nguyên vẹn, với triển vọng doanh số bán nhà được đảm bảo bởi danh mục dự án sẵn sàng mở bán trong ngắn hạn, đi kèm với động lực tăng trưởng tích cực từ dự án Tân Tạo.

Các dự án đang triển khai: Phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình định giá

HSC đưa ra quyết định trên sau khi KDH hoàn tất thương vụ thu mua 99% cổ phần tại CTCP Phát triển BĐS An Lập trong Q1/2026 – chủ sở hữu hợp pháp của dự án Cát Lái (thuộc phường Bình Trưng Đông, TP.HCM trước đây). Chúng tôi đã phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Dự án Cát Lái nằm trên đường Võ Chí Công, Phường Cát Lái, TP.HCM, có diện tích 8,2 ha với quy hoạch khoảng 200 sản phẩm thấp tầng (nhà phố và biệt thự), tập trung vào phân khúc trung đến cao cấp nhằm đồng bộ hóa với các dự án lân cận của KDH là The Gladia và khu dân cư Bình Trưng Đông (Hình 2). Dự án hiện đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 và toàn bộ tiền sử dụng đất đã được thanh toán. Thương vụ thu mua này giúp nâng tổng quỹ đất liền kề của KDH tại cụm Bình Trưng - Cát Lái lên khoảng 40 ha (Hình 2). Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bắt đầu mở bán dự án này từ năm 2027, và dự án này đóng góp 6,2% vào tổng ước tính RNAV của chúng tôi.

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, dự kiến mở bán nhà cao tầng vào Q3/2026
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	Industrial Park	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 2028
Cát Lái	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 2028
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

Bảng 2: Dự án Cát Lái, KDH



Nguồn: KDH, HSC

Bảng 3: Dự án Bình Trưng mở rộng, KDH



Nguồn: KDH, HSC

KDH dự kiến sẽ tạo ra cú hích doanh thu trong năm 2026 khi chính thức mở bán 606 căn hộ cao tầng tại dự án The Gladia, cũng như tiếp tục mở bán và ghi nhận doanh thu cho 40% còn lại của phân khu thấp tầng (tổng quy mô 226 căn). Cho năm FY27, công ty đã lên kế hoạch cho hai đợt mở bán bổ sung, bao gồm phân khu thấp tầng của dự án 11A (Solina) và KCN Lê Minh Xuân.

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng dự án trọng điểm Tân Tạo sẽ được mở bán vào năm 2028, cùng với dự án Cát Lái vừa mới thầu tóm và phân khu thấp tầng của dự án Bình Trưng Mở rộng. Bên cạnh các dự án này, doanh số bán nhà giai đoạn 2027–2028 dự kiến còn được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai từ những năm trước. Song song đó, KDH vẫn tiếp tục xin phê duyệt pháp lý cho các dự án phát triển dài hạn hơn, tiêu biểu như dự án Phong Phú 2.

Giảm dự báo doanh số bán nhà năm 2027, nhưng tăng cho năm 2028 nhờ đóng góp từ dự án Cát Lái

HSC giữ nguyên dự báo doanh số bán nhà cho năm 2026 ở mức 4,9 nghìn tỷ đồng (giảm 6,5% so với cùng kỳ), nhờ đóng góp của phân khu thấp tầng và cao tầng của dự án The Gladia. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 7,7% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2027 xuống còn 8,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 77,2%), nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về khả năng hấp thụ của phân khu thấp tầng tại dự án 11A (Solina). Chúng tôi nhận thấy tâm lý thị trường nhìn chung vẫn còn yếu và tổng giá trị mỗi căn tại dự án này khá lớn nên tỷ lệ hấp thụ sẽ khó khăn hơn. Doanh số bán nhà của năm này dự kiến nhận được sự hỗ trợ từ việc tiếp tục mở bán dự án The Gladia, cùng các đợt mở bán mới tại dự án 11A (Solina) và dự án Khu công nghiệp Lê Minh Xuân.

Do đó, chúng tôi tăng 18,7% dự báo doanh số bán nhà năm 2028 lên 18,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 115% nhờ đóng góp từ dự án Cát Lái. Doanh số bán nhà trong năm này dự kiến sẽ đến từ việc tiếp tục mở bán dự án 11A (Solina) và Khu công nghiệp Lê Minh Xuân, cùng với các đợt mở bán mới tại các dự án Tân Tạo, Bình Trưng Mở rộng và Cát Lái.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026 & 2028, giảm dự báo năm 2027

HSC tăng 21,9% dự báo lợi nhuận năm 2026 lên 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,7%) sau khi phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên 285 tỷ đồng từ thương vụ thầu tóm 99% cổ phần tại CTCP Phát triển Bất động sản An Lập trong Q1/2026 (Thông tin chi tiết được chúng tôi thảo luận trong báo cáo "[Q1/2026: KQKD vượt kỳ vọng nhờ lợi nhuận không thường xuyên](#)"), trong khi vẫn giữ nguyên dự báo doanh thu ở mức 5,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,1%). Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 1 nghìn tỷ đồng (giảm 0,9% so với cùng kỳ), đến từ việc ghi nhận doanh thu các căn hộ thấp tầng tại dự án The Gladia.

Chúng tôi giảm 16,9% dự báo lợi nhuận năm 2027 xuống còn 1,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 62,5%), do điều chỉnh giảm 10,2% dự báo doanh thu xuống 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20,4%), sau khi chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh số bán nhà tại dự án 11A (Solina). Lợi nhuận năm 2027 dự kiến đến từ việc ghi nhận doanh thu các căn hộ cao tầng tại dự án Gladia, các căn hộ thấp tầng tại dự án 11A (Solina) và bắt đầu bàn giao đất tại dự án KCN Lê Minh Xuân.

Chúng tôi tăng lần lượt 22,9% và 26,1% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2028 lên 3,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 122,2%) và 11,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 75,7%) nhờ ghi nhận doanh thu các căn hộ thấp tầng tại dự án Cát Lái.

Chúng tôi lưu ý rằng năm 2028 sẽ đánh dấu một đợt tăng trưởng lợi nhuận đột biến đối với KDH, được thúc đẩy bởi việc ghi nhận doanh thu từ các dự án đã mở bán trong giai đoạn năm 2026-2027 bao gồm The Gladia, 11A (Solina), và Khu công nghiệp Lê Minh Xuân, cùng với đóng góp từ hai dự án mới được mở bán: phân khu thấp tầng của dự án Bình Trưng Mở rộng và dự án Cát Lái.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 52,9% trong giai đoạn 2025-2028.

Bảng 4: Điều chỉnh 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	5,239	0.0%	12.1%	6,307	-10.2%	20.4%	11,079	26.1%	75.7%
Lợi nhuận gộp	2,776	3,386	0.0%	22.0%	3,894	-11.3%	15.0%	6,723	25.5%	72.7%
LNTT	2,039	2,760	12.1%	35.4%	2,756	-13.2%	-0.1%	5,019	21.3%	82.1%
Lợi nhuận thuần	1,053	1,271	21.9%	20.7%	1,694	-16.9%	33.3%	3,764	22.9%	122.2%
<i>Các khoản mục ròng không thường xuyên</i>	-	228	Nm	Nm	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ Các khoản mục ròng không thường xuyên	1,053	1,043	0.0%	-0.9%	1,694	-16.9%	62.5%	3,764	22.9%	122.2%

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 8,8% giá mục tiêu xuống còn 32.300đ (tiềm năng tăng giá là 40,4%), nhằm phản ánh dự án Cát Lái vào mô hình định giá. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu KDH hiện đang được định giá rẻ với các chất xúc tác giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn bao gồm: (1) sự phục hồi của đà tăng trưởng doanh số bán nhà khi mở bán phân khúc cao tầng của dự án The Gladia vào Q3/2026, (2) đóng góp từ quỹ đất Cát Lái vừa mới thu tóm; và (3) tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn từ dự án Tân Tạo khi công tác đền bù giải phóng mặt bằng có tiến triển tích cực.

Về phương pháp định giá, chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP và DCF để xác định giá trị của các dự án đang được phát triển. Chúng tôi 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 không đổi là 8,75%. Hệ số beta là 1,1 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Giả định WACC là 15,4% (không đổi).

Đáng lưu ý, chúng tôi tăng mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV lên 30% từ mức 20%. Mức chiết khấu lớn hơn phản ánh: (1) rủi ro triển khai dự án gia tăng do đòn bẩy tài chính của KDH tăng nhanh sau thương vụ thu tóm công ty An Lập, (2) quan điểm thận trọng hơn về tỷ lệ hấp thụ đối với các đợt mở bán sắp tới của KDH khi công ty tập trung vào phân khúc thấp tầng và cao cấp, và (3) tiến độ mở bán các dự án trọng điểm (Tân Tạo, Cát Lái và Bình Trưng Mở rộng) bị trì hoãn, dẫn đến tiến độ ghi nhận doanh thu thực tế chậm lại. Mức chiết khấu điều chỉnh này cũng phù hợp hơn với mức chiết khấu bình quân 3 năm của KDH ở mức 35,1%.

Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu trong Bảng 5-6.

Bảng 5: Định giá, KDH

Tỷ đồng	Lợi ích của KDH	HSC định giá lại (giữa năm-2026)	Phương pháp
Gladia (dự án hợp tác với Keppel)	50%	3,606	DCF
11A	100%	9,659	DCF
Phong Phú 2	100%	9,926	DCF
Khu dân cư Tân Tạo	100%	25,593	DCF
Các dự án khác	Thay đổi	15,196	Giá trị sổ sách
Tổng giá trị tài sản		63,979	
Nợ/(tiền) thuần		(12,161)	
RNAV		51,818	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,122.2	
RNAV/cp (đồng)		46,175	
Chiết khấu		30%	
Giá mục tiêu (đồng)		32,300	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: 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%	36,000	35,100	34,000	33,200	32,200
	3.5%	35,100	34,200	33,200	32,300	31,300
	4.0%	34,200	33,300	32,300	31,500	30,500
	4.5%	33,300	32,500	31,500	30,700	29,800
	5.0%	32,500	31,700	30,700	29,900	29,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: 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 30%, thấp hơn so với mức bình quân 3 năm của KDH là 37,3%

Giả định chiết khấu RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	41,600	36,900	32,300	27,700	23,100
Tiềm năng tăng giá	80.9%	60.4%	40.4%	20.4%	0.4%

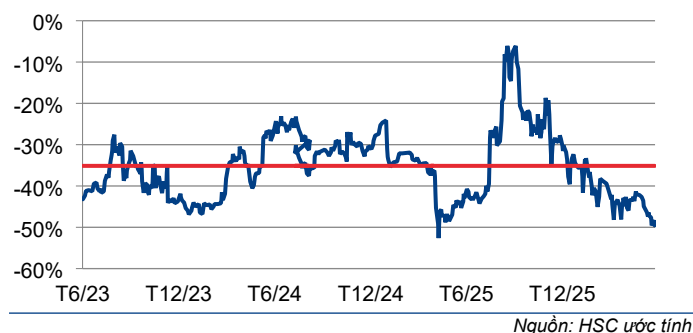
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu KDH đã và đang chịu áp lực điều chỉnh giảm tương đối mạnh (giảm 16% trong vòng 3 tháng qua), do mặt bằng lãi suất cao đã làm suy yếu tâm lý thị trường và kéo giảm doanh số bán nhà tại dự án thấp tầng The Gladia. Chúng tôi đánh giá nhịp điều chỉnh giảm này là cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu. KDH đang giao dịch ở mức chiết khấu 50,2% so với ước tính RNAV, lớn hơn so với bình quân 3 năm ở mức 35,1%. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 28 lần. Cả hai chỉ số định giá đều cho thấy cổ phiếu hiện đang được giao dịch ở mức chiết khấu sâu so với giá trị thực, giúp giảm thiểu tối đa rủi ro giảm giá, đồng thời mở ra tiềm năng rất lớn cho cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

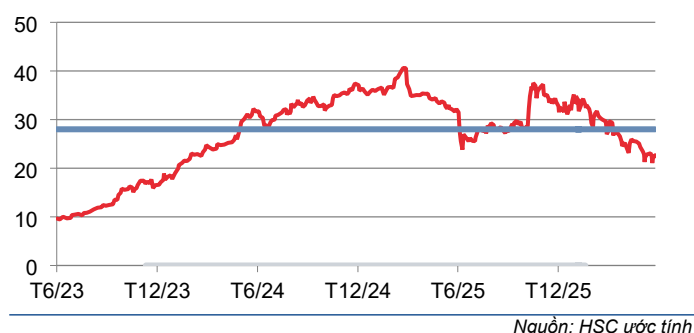
Bảng 8: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, KDH

KDH đang giao dịch với chiết khấu của thị giá so với RNAV là 50,2% so với bình quân 3 năm ở mức 35,1%



Bảng 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, KDH

KDH đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, so với bình quân 3 năm ở mức 28 lần



Rủi ro

Rủi ro chính nằm ở dự án Tân Tạo. Do dự án này đóng góp khoảng 40% định giá của KDH nên bất kỳ sự chậm trễ nào cũng có thể kìm hãm đà tăng giá của cổ phiếu trong ngắn hạn. Mặt khác, bất kỳ tiến triển tích cực nào tại dự án này cũng sẽ đóng vai trò là động lực tăng trưởng tích cực.

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	5,239	6,307	11,079
Lợi nhuận gộp	1,740	2,776	3,386	3,894	6,723
Chi phí BH&QL	(431)	(616)	(727)	(823)	(1,358)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	1,309	2,160	2,659	3,071	5,365
Lãi vay thuần	(179)	(139)	(184)	(315)	(346)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(79.6)	18.2	285	0	0
LNTT	1,051	2,039	2,760	2,756	5,019
Chi phí thuế TNDN	(248)	(405)	(548)	(547)	(997)
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.68	(581)	(941)	(515)	(258)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	810	1,053	1,271	1,694	3,764
Lợi nhuận thuần ĐC	731	969	1,178	1,578	3,648
EBITDA ĐC	1,301	2,146	2,642	3,054	5,535
EPS (đồng)	801	938	1,132	1,509	3,354
EPS ĐC (đồng)	723	863	1,050	1,406	3,251
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	3,065	1,217	597
Đầu tư ngắn hạn	277	209	209	209	209
Phải thu khách hàng	3,013	5,478	4,388	3,814	4,306
Hàng tồn kho	22,180	23,264	30,009	34,616	39,571
Các tài sản ngắn hạn khác	276	122	586	751	1,399
Tổng tài sản ngắn hạn	28,840	31,619	38,257	40,607	46,082
TSCĐ hữu hình	73.3	66.6	52.2	41.6	0
TSCĐ vô hình	0	0.00	0	0	0
Bất động sản đầu tư	233	230	226	219	255
Đầu tư dài hạn	1,027	1,731	1,823	1,567	1,247
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	579	418	418	418	418
Tổng tài sản dài hạn	1,913	2,445	2,519	2,246	1,920
Tổng cộng tài sản	30,753	34,064	40,776	42,852	48,001
Nợ ngắn hạn	1,100	1,802	1,928	2,347	3,300
Phải trả người bán	288	113	87.4	114	205
Nợ ngắn hạn khác	612	565	840	965	1,182
Tổng nợ ngắn hạn	4,179	3,499	3,366	4,748	8,196
Nợ dài hạn	5,998	8,348	13,073	11,674	9,469
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	634	571	571	571	571
Nợ dài hạn khác	489	474	474	474	474
Tổng nợ dài hạn	7,121	9,393	14,118	12,720	10,514
Tổng nợ phải trả	11,302	12,893	17,486	17,470	18,712
Vốn chủ sở hữu	17,394	18,530	19,708	21,286	24,934
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,057	2,641	3,582	4,097	4,355
Tổng vốn chủ sở hữu	19,450	21,171	23,290	25,383	29,289
Tổng nợ phải trả và VCSH	30,753	34,064	40,776	42,852	48,001
BVPS (đ)	17,202	16,512	17,562	18,968	22,219
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,002	7,603	11,935	12,805	12,172

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,309	2,160	2,659	3,071	5,365
Khấu hao	8.14	13.7	16.7	17.6	(170)
Lãi vay thuần	(179)	(139)	(184)	(315)	(346)
Thuế TNDN đã nộp	(378)	(298)	(548)	(547)	(997)
Thay đổi vốn lưu động	(4,052)	(4,003)	(4,762)	(2,119)	(2,021)
Khác	(357)	(192)	(218)	(190)	(1,088)
LCT thuần từ HĐKD	(4,252)	(3,175)	(4,241)	(1,125)	136
Đầu tư TS dài hạn	(94.7)	(676)	(91.0)	256	496
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0.29	0	0	0	0
Khác	(219)	41.1	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(314)	(635)	(91.0)	256	496
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	4,851	(979)	(1,252)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	3,932	3,192	4,851	(979)	(1,252)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,730	3,096	2,547	3,065	1,217
LCT thuần trong kỳ	(634)	(617)	519	(1,849)	(620)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,096	2,478	3,065	1,217	597
Dòng tiền tự do	(4,346)	(3,850)	(4,332)	(870)	632

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	64.6	61.7	60.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	39.7	45.9	50.4	48.4	50.0
Tỷ suất LNT (%)	24.7	22.5	24.3	26.9	34.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.6	19.9	19.9	19.9	19.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	57.0	42.6	12.1	20.4	75.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.00	65.0	23.1	15.6	81.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.6	32.5	21.6	34.0	131
Tăng trưởng EPS (%)	(11.5)	17.1	20.7	33.3	122
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(3.18)	19.4	21.6	34.0	131
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	6.65	8.26	16.3
ROACE (%)	5.49	7.56	7.82	8.13	13.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.11	0.14	0.14	0.15	0.24
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(3.25)	(1.47)	(1.60)	(0.37)	0.03
Số ngày tồn kho	5,263	4,474	5,909	5,236	3,316
Số ngày phải thu	715	1,053	864	577	361
Số ngày phải trả	68.4	21.8	17.2	17.2	17.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	34.0	44.5	61.3	64.6	61.4
Nợ/tài sản (%)	29.3	31.7	37.1	34.9	33.1
EBIT/lãi vay (lần)	7.33	15.5	14.5	9.75	15.5
Nợ/EBITDA (lần)	6.92	5.03	5.73	4.90	2.87
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.90	9.04	11.4	8.55	5.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	8.31	7.15	7.20	6.12	3.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	21.0	15.6	14.3	12.6	6.86
P/E (lần)	28.7	24.5	20.3	15.2	6.86
P/E ĐC (lần)	31.8	26.6	21.9	16.4	7.07
P/B (lần)	1.34	1.39	1.31	1.21	1.04
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) 2025.

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 gợi 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