

**CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)**
**MUA +79,4%**

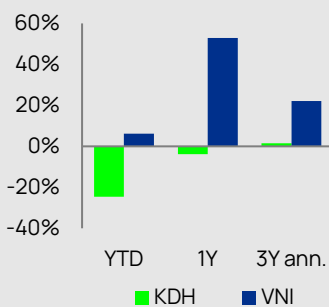
Ngành	BDS
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>11/05/2026</b>
Giá hiện tại	23.750 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>42.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	43.700 VND
TL tăng	+79,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+79,4%</b>

GT vốn hóa	26,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	6,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	126,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,1 tỷ
Pha loãng	1,1 tỷ

	KDH	Ngành	VNI
P/E (trượt)	23,3x	16,5x	15,6x
P/B (ht)	1,4x	1,3x	2,2x
ROE	6,6%	5,9%	15,1%
ROA	5,2%	2,4%	2,2%

**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

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.651	6.272	9.405	10.002
Doanh thu % YoY	41,9%	34,8%	50,0%	6,4%
LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.200	3.573	4.041	4.293
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.045	1.603	2.226	2.936
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	29,2%	53,4%	38,9%	31,9%
EPS % YoY	19,0%	51,9%	38,9%	31,9%
Doanh số bán BĐS (tỷ đồng)	6.000	6.700	8.300	10.400
Biên LN gộp	59,2%	68,3%	54,4%	54,5%
Biên LN từ HĐKD	47,3%	57,0%	43,0%	42,9%
Biên LN ròng	22,5%	25,6%	23,7%	29,4%
ROE	5,8%	8,3%	10,4%	12,3%
Nợ vay ròng/CSH	34,9%	48,3%	41,9%	34,7%
P/E	26,8x	17,7x	12,7x	9,6x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x

**Định giá hấp dẫn, lợi nhuận bước vào chu kỳ tăng trưởng mới**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) nhưng điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống mức 42.600 đồng/cổ phiếu.
- Mức giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do số dư nợ vay ròng cao hơn, định giá các dự án khác thấp hơn sau khi cập nhật giá trị sổ sách cuối quý 1/2026, và tác động pha loãng từ ESOP đã được ĐHCĐ 2026 thông qua. Những yếu tố này được bù đắp một phần bởi định giá cao hơn của dự án Cát Lái (8,2 ha; phường Cát Lái, TP.HCM) và việc chúng tôi cập nhật mô hình từ cuối năm 2026 sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng 53% YoY lên mức 1,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ việc tiếp tục bán và bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia.
- Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng thêm 39% so với dự báo năm 2026, nhờ việc hoàn tất bán và bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Gladia, bắt đầu bàn giao tại phân khu cao tầng của Gladia sau khi mở bán trong năm 2026, cùng đóng góp ban đầu từ dự án The Solina, KCN Lê Minh Xuân Mở rộng và dự án Bình Trưng Đông.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 4%/3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026/2027, chủ yếu do dự báo doanh thu ghi nhận từ sản phẩm thấp tầng của Gladia năm 2026 và Bình Trưng Đông năm 2027 thấp hơn so với các dự báo trước đó. Tác động này được bù đắp một phần nhờ ghi nhận khoản lãi từ giao dịch mua rẻ từ dự án Cát Lái (An Lập) trong quý 1/2026.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS nhà ở sẽ đạt mức trung bình 7,5 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2026–2027, cao hơn gấp đôi mức trung bình 3 năm trước, nhờ làn sóng các dự án mới được mở bán, qua đó khẳng định năng lực khai thác và thương mại hóa quỹ đất của KDH.
- KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng các năm 2026/2027 là 1,3 lần/1,2 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 2,2 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại vẫn ở mức hấp dẫn, được hỗ trợ bởi chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận rõ nét trong thời gian tới (LNST sau lợi ích CĐTS tăng 53%/39% trong năm 2026/2027) và tiềm năng khai thác dài hạn từ quỹ đất hơn 500 ha tại khu vực lõi TP.HCM, đảm bảo triển vọng tăng trưởng trong nhiều năm.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi gồm: Tiến độ mở bán các dự án mới chậm hơn kỳ vọng; bối cảnh vĩ mô khó khăn kéo dài có thể tiếp tục gây áp lực lên thanh khoản và lãi suất.

**Khu đô thị tích hợp gần 40 ha tại Bình Trưng – Cát Lái là động lực cho chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận nhiều năm:** Với dự án Gladia by the Waters (11,8 ha; liên doanh với Keppel, KDH sở hữu 51%), các dự án liền kề Bình Trưng Đông (18,2 ha) và dự án Cát Lái mới nhận chuyển nhượng (8,2 ha), KDH đang sở hữu quỹ đất sạch khoảng 40 ha tại hành lang phía Đông TP.HCM – khu vực có nhu cầu cao, hướng về sân bay quốc tế Long Thành. Chúng tôi dự báo riêng Gladia và Bình Trưng Đông sẽ đóng góp khoảng 75% doanh thu lũy kế dự phóng giai đoạn 2026–2028, qua đó mang lại triển vọng lợi nhuận rõ rệt và củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về đà tăng trưởng bền vững của KDH.

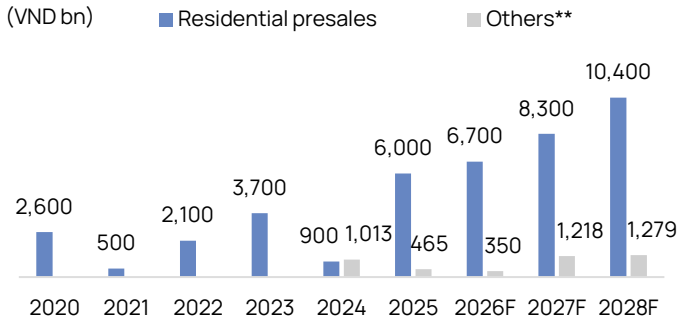
**Danh mục dự án trung hạn dự kiến tăng tốc đáng kể từ năm 2027F:** Bên cạnh phân khu Gladia thấp tầng (đã bán trước hơn 60% tính đến cuối quý 1/2026), chúng tôi kỳ vọng phân khu Gladia cao tầng sẽ bắt đầu mở bán trong năm 2026 và bắt đầu bàn giao từ năm 2027. Trong khi đó, các dự án The Solina, KCN Lê Minh Xuân Mở rộng và Bình Trưng Đông được dự báo sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh số bán BĐS và doanh thu từ năm 2027 trở đi. Đối với dự án Tân Tạo quy mô khoảng 330 ha, ban lãnh đạo đặt mục tiêu hoàn tất phần lớn công tác giải phóng mặt bằng trong năm 2026.

## Triển vọng 2026: Gladia tiếp tục mở bán và bàn giao các sản phẩm thấp tầng, trong khi phân khu cao tầng dự kiến mở bán từ quý 3

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

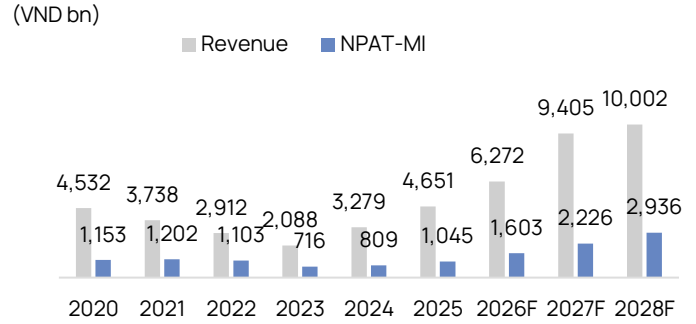
Tỷ đồng	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới/	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Giải định/dự báo của Vietcap cho năm 2026
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.651</b>	<b>7.160</b>	<b>6.272</b>	<b>35%</b>	<b>-12%</b>	<p>* Chúng tôi dự báo phần còn lại của doanh thu và lợi nhuận năm 2026 sẽ được thúc đẩy bởi hoạt động bán và bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia (tính đến cuối quý 1/2026, hơn 60% tổng số sản phẩm thấp tầng đã được bán trước).</p> <p>* Chúng tôi ước tính lượng backlog chưa ghi nhận doanh thu tại thời điểm cuối quý 1/2026 từ các sản phẩm thấp tầng Gladia đã bán trước đạt khoảng 3,2 nghìn tỷ đồng, chiếm một nửa dự báo doanh thu của chúng tôi cho phần còn lại của năm 2026F.</p> <p>* Doanh thu dự phóng năm 2026 giảm 12% chủ yếu do (1) các giả định thận trọng về tiến độ bàn giao sản phẩm thấp tầng tại Gladia trong năm nay, và (2) mức giả định doanh thu thấp hơn từ các lượng hàng tồn kho chưa ghi nhận (bao gồm cả đất thương mại) tại một số dự án trước đây ở TP.HCM.</p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.754</b>	<b>4.864</b>	<b>4.284</b>	<b>56%</b>	<b>-12%</b>	
Chi phí SG&A	-553	-775	-711	28%	-8%	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.200</b>	<b>4.089</b>	<b>3.573</b>	<b>62%</b>	<b>-13%</b>	
Thu nhập tài chính	40	41	41	2%	0%	
Chi phí tài chính	-180	-236	-236	31%	0%	<p>* Chúng tôi tiếp tục giả định rằng nợ vay mới sẽ chủ yếu được sử dụng để đầu tư cho phát triển dự án. Trong năm 2026, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay vốn hóa đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+50% YoY)</p> <p>* Chi phí tài chính trong kỳ bao gồm các khoản chiết khấu thanh toán giả định được đưa ra như một hình thức ưu đãi dành cho người mua nhà.</p>
Thu nhập/lỗ ròng khác	18,4	0,0	279,1	1418%	N.M.	<p>* Dự báo điều chỉnh của chúng tôi đã bao gồm khoản lãi bất thường ghi nhận từ giao dịch mua rẻ liên quan đến dự án Cát Lái (An Lập) trong quý 1/2026 và giả định không phát sinh thêm các khoản thu nhập/chi phí khác trong phần còn lại của năm 2026.</p> <p>* An Lập là chủ đầu tư của dự án Cát Lái quy mô 8,2 ha tại phường Cát Lái (TP.HCM; liền kề với dự án Gladia quy mô 11,8 ha và Bình Trưng Đông quy mô 18,2 ha của KDH).</p>
<b>LNTT</b>	<b>2.079</b>	<b>3.895</b>	<b>3.658</b>	<b>76%</b>	<b>-6%</b>	
Chi phí thuế	-452	-779	-732	62%	-6%	
Lợi ích CĐTS	-581	-1.444	-1.323	128%	-8%	<p>* Mức tăng mạnh YoY trong lợi ích CĐTS chủ yếu đến từ mức đóng góp từ Gladia tăng YoY, dự án mà KDH sở hữu 51%.</p>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>1.045</b>	<b>1.672</b>	<b>1.603</b>	<b>53%</b>	<b>-4%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	59,2%	67,9%	68,3%			
Chi phí SG&A/Doanh thu	11,9%	10,8%	11,3%			
Biên LN từ HĐKD	47,3%	57,1%	57,0%			
Biên LN ròng	22,5%	23,4%	25,6%			

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

**Hình 2: Dự báo doanh số**


Các dự án chính (% dự báo doanh số*)	2025	2026F	2027F	2028F
Gladia (giai đoạn thấp tầng)	100%	70%	0%	0%
Gladia (giai đoạn cao tầng)	0%	30%	37%	0%
Bình Trưng Đông	0%	0%	48%	45%
The Solina	0%	0%	15%	17%
Tân Tạo	0%	0%	0%	38%

Nguồn: Dự báo của Vietcap. Lưu ý: (\*) Dự án khu dân cư; (\*\*) Bao gồm doanh thu bán đất KCN tại KCN Lê Minh Xuân Mở rộng, cũng như doanh thu từ bán các lô đất và hàng tồn kho chưa ghi nhận.

**Hình 3: Dự báo doanh thu & LNST sau lợi ích CĐTS**


Các dự án chính (% dự báo doanh thu)	2025	2026F	2027F	2028F
Gladia (giai đoạn thấp tầng)	63%	94%	21%	0%
Gladia (giai đoạn cao tầng)	0%	0%	32%	20%
Bình Trưng Đông	0%	0%	25%	43%
The Solina	0%	0%	10%	14%
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	0%	0%	12%	13%
Tân Tạo	0%	0%	0%	10%
The Privia & khác	37%	6%	0%	0%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

**Hình 4: 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 <sup>(1)</sup> (mở bán %)	Mở bán	Giai đoạn mở bán <sup>(2)</sup>	Giai đoạn bàn giao <sup>(2)</sup>	Hiện trạng pháp lý					
						Phê duyệt đầu tư	Quy hoạch 1/500	Đền bù	Phân bổ đất	TSDĐ <sup>^</sup>	Giấy phép xây dựng
<b>Gladia by the Waters</b> <sup>(3)</sup>	11,8	226 căn thấp tầng, và 616 căn hộ	Tháng 9/2025 đối với sp thấp tầng	2025-2027F	2025-2028F	<b>Phân khu thấp tầng</b> (226 căn): Đã hoàn tất thi công; khoảng 80 căn đã được bàn giao và hơn 60% tổng số căn đã được bán tính đến cuối quý 1/2026. <b>Phân khu cao tầng</b> (616 căn): Đã bắt đầu khởi công vào tháng 1/2026, với kế hoạch mở bán từ quý 3/2026 và bắt đầu bàn giao từ quý 4/2027.					
<b>Bình Trưng Đông</b> (liên kế Gladia)	18,2	202 căn thấp tầng, và 3.165 căn hộ	2027F <sup>(2)</sup>	2027-2031F	2027-2032F	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất
<b>The Solina</b>	16,4	~500 căn thấp tầng, và ~1.000 căn hộ	2027F <sup>(2)</sup>	2027-2031F	2027-2032F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Đã khởi công xây dựng hạ tầng vào năm 2025
<b>Tân Tạo</b>	330	Cập nhật sau	2028F <sup>(2)</sup>	2028-2035F	2028-2035F	Hoàn tất	Hoàn tất	Dự kiến sẽ cơ bản hoàn tất vào năm 2026	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Cập nhật sau
<b>Phong Phú 2</b>	26	Cập nhật sau	2030F <sup>(2)</sup>	2030-2034F	2030-2034F	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất	Chưa hoàn tất	Cập nhật sau
<b>Dự án Cát Lái</b> <sup>(4)</sup> (liên kế Gladia)	8,2	202 căn thấp tầng	2030F	2030-2031F	2030-2031F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất	Chưa hoàn tất
<b>KCN LMX mở rộng</b> <sup>(5)</sup>	109,9	Diện tích có thể cho thuê: 60ha	2027F <sup>(2)</sup>	2027-2030F	2027-2030F	Hoàn tất	Hoàn tất	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Hoàn tất Giai đoạn 1	Dự kiến hoàn tất thi công vào cuối năm 2026

Nguồn: KDH, Vietcap. Lưu ý: (1) Tổng số sản phẩm của dự án; (2) các giá định và dự phóng của Vietcap; (3) KDH nắm giữ 51% và Keppel nắm giữ 49% cổ phần trong dự án liên doanh (Gladia); (4) dự kiến nhận chuyển nhượng với giá trị 2,55 nghìn tỷ đồng; (5) dự án KCN; (^) 'TSDĐ' là viết tắt của 'tiền sử dụng đất'.

**Hình 5: Dự án liên doanh của KDH với Keppel (KDH sở hữu 51%)**



**Gladia by the Waters (11,8 ha)**

- 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 căn thấp tầng):**

- Đã hoàn tất thi công.
- Hơn 60% tổng số căn thấp tầng đã được bán tính đến cuối quý 1/2026
- Chúng tôi dự kiến sẽ bán hết các căn thấp tầng tại Gladia trong năm 2026, đồng thời phần lớn lượng bàn giao cũng sẽ được hoàn tất trong năm.

**Cao tầng (616 căn hộ):**

- Đã khởi công xây dựng vào tháng 1/2026.
- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động mở bán sẽ bắt đầu từ năm 2026 và hoạt động bàn giao sẽ bắt đầu từ năm 2027.

**Hình 7: Dự án The Solina (11A) của KDH**



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

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

**Hình 6: Các dự án liên kế Gladia của KDH**



**Bình Trưng Đông (18,2 ha; 202 căn thấp tầng và 3.165 căn hộ)**

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

**Cát Lái (8,2 ha; 202 căn thấp tầng)**

- Vị trí: Phường Cát Lái (liền kế Gladia và Bình Trưng Đông).
- Tình trạng: Dự án đã hoàn tất các thủ tục pháp lý quan trọng, bao gồm giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho toàn bộ khu đất ở và đã được thông qua quy hoạch 1/500.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao trong năm 2030.

**Hình 8: Dự án khu công nghiệp của KDH**



**KCN Lê Minh Xuân Mở rộng (109,9 ha)**

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

Nguồn: Vietcap tổng hợp

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá KDH bằng phương pháp tái định giá giá trị tài sản ròng (RNAV). Chúng tôi chủ yếu sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT), trong đó chiết khấu dòng tiền tự do (DTTD) được ước tính về thời điểm giữa năm 2026, để định giá cho danh mục các dự án đang được xây dựng và phát triển của KDH.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu của KDH xuống 42.600 đồng/cổ phiếu. Các yếu tố điều chỉnh giảm bao gồm:

- (1) Mức nợ ròng cao hơn tại thời điểm cuối quý 1/2026,
- (2) Định giá thấp hơn đối với các dự án khác sau khi cập nhật giá trị sổ sách tại cuối quý 1/2026, và
- (3) Tác động pha loãng từ việc phát hành ESOP năm 2026 (10,86 triệu cổ phiếu với giá 12.000 đồng/cổ phiếu).

Các yếu tố này được bù đắp một phần nhờ:

- (1) Định giá cao hơn đối với dự án Cát Lái (8,2 ha; phường Cát Lái, TP.HCM), được KDH nhận chuyển nhượng trong quý 1/2026 với giá trị 2,55 nghìn tỷ đồng, và được hỗ trợ bởi giá trị hàng tồn kho lũy kế đạt 5,4 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối quý 1/2026,
- (2) Tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình sang giữa năm 2027, thay vì cuối năm 2026.

### Hình 9: 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%	3.579
Bình Trưng Đông	CKDT	100%	9.855
Cát Lái	CKDT	98%	4.534
The Solina	CKDT	100%	3.379
Tân Tạo	CKDT	100%	25.807
Phong Phú 2	CKDT	100%	3.926
KCN Lê Minh Xuân Mở rộng	CKDT	100%	2.481
Các dự án khác chưa được công bố	P/B	100%	6.231
<b>Tổng NAV dự án</b>			<b>59.792</b>
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn			3.825
(-) Tổng nợ vay			15.348
<b>Giá trị tài sản ròng</b>			<b>48.268</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			1.133
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>			<b>42.600</b>
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)			23.750
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>+79,4%</b>
P/B dự phóng các năm 2026/27/28 theo giá mục tiêu			2,4x/ 2,1x/ 1,9x
P/E dự phóng các năm 2026/27/28 theo giá mục tiêu			31,7x/ 22,8x/ 17,3x

Nguồn: Vietcap

### Hình 10: 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%
<b>Chi phí vốn CSH %</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>
<b>Chi phí nợ vay %</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
% Nợ vay	30,0%	30,0%
% Vốn CSH	70,0%	70,0%
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	20,0%
<b>WACC %</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,2%</b>

Nguồn: Vietcap

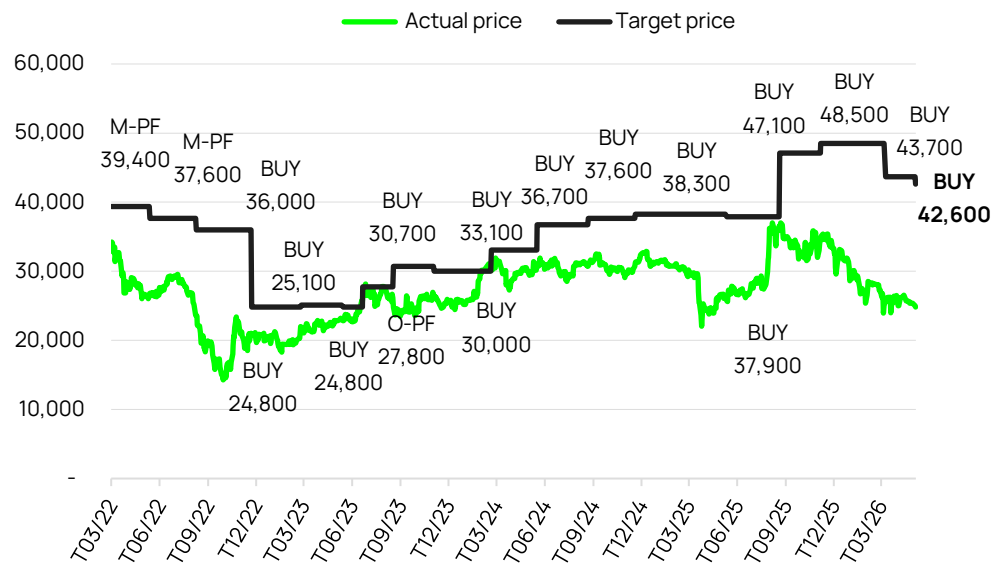
Hình 11: P/B quý gần nhất trung bình 5 năm của KDH



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

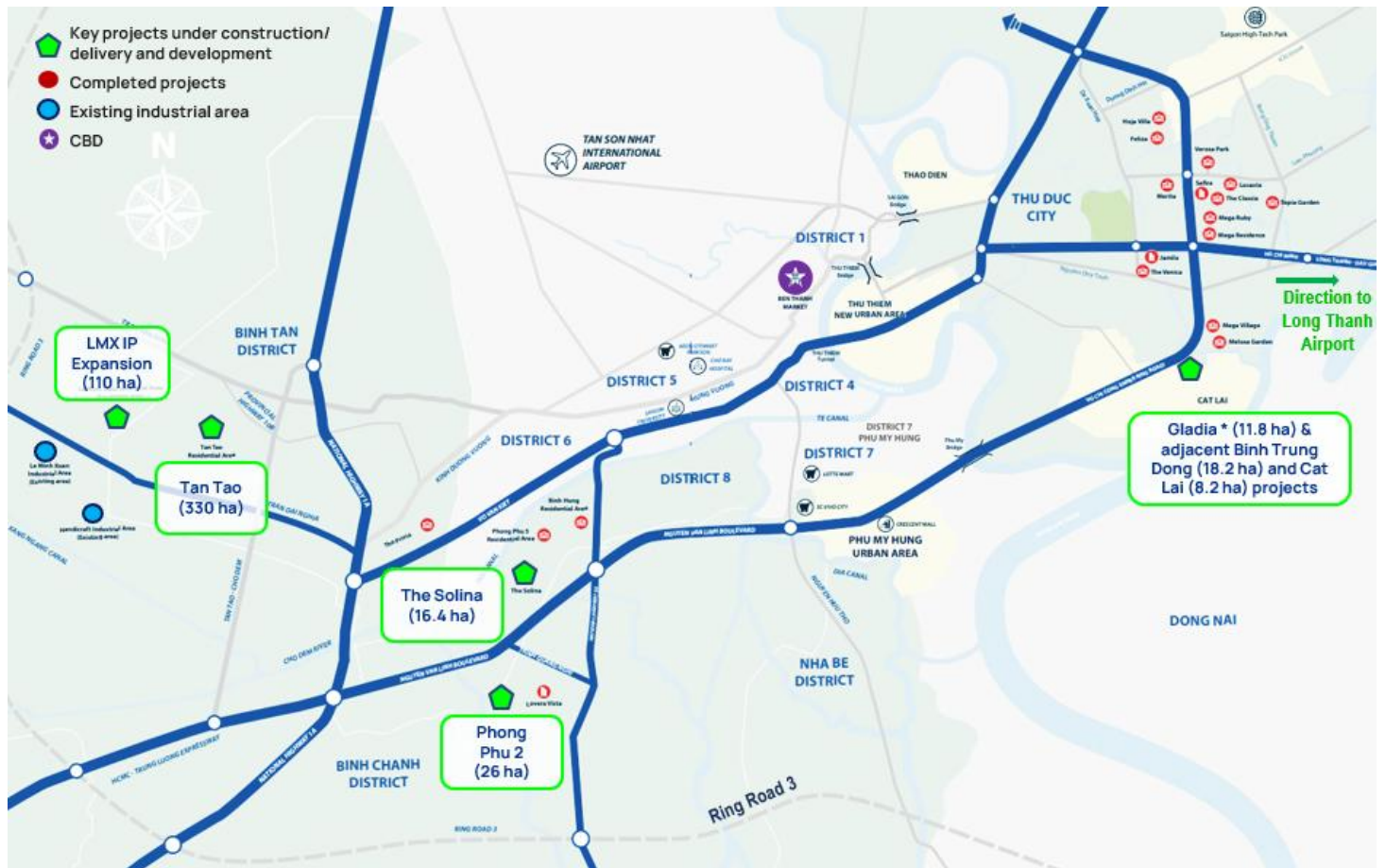
## Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: 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)

Hình 13: Các dự án chính của KDH nằm ở khu vực phía Đông và Tây Nam của khu vực lõi TP.HCM



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

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>4.651</b>	<b>6.272</b>	<b>9.405</b>	<b>10.002</b>
Giá vốn hàng bán	-1.898	-1.988	-4.289	-4.550
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.754</b>	<b>4.284</b>	<b>5.116</b>	<b>5.453</b>
Chi phí bán hàng	-338	-435	-658	-709
Chi phí quản lý DN	-215	-276	-418	-451
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.200</b>	<b>3.573</b>	<b>4.041</b>	<b>4.293</b>
Doanh thu tài chính	40	41	47	48
Chi phí tài chính	-180	-236	-292	-364
Trong đó, chi phí lãi vay	-27	-38	-48	-62
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	18	279	0	0
<b>LNTT</b>	<b>2.079</b>	<b>3.658</b>	<b>3.796</b>	<b>3.977</b>
Thuế TNDN	-452	-732	-759	-795
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>1.627</b>	<b>2.927</b>	<b>3.037</b>	<b>3.181</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	-581	-1.323	-810	-245
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.045</b>	<b>1.603</b>	<b>2.226</b>	<b>2.936</b>
<b>LNST sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>1.045</b>	<b>1.603</b>	<b>2.226</b>	<b>2.936</b>
EBITDA	2.208	3.623	4.090	4.342
EPS báo cáo, VND	885	1.344	1.867	2.462
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	41,9%	34,8%	50,0%	6,4%
LN từ HĐKD	68,1%	62,4%	13,1%	6,2%
LN trước thuế	98,0%	76,0%	3,8%	4,8%
EPS báo cáo	19,0%	51,9%	38,9%	31,9%
<b>Khả năng sinh lời:</b>				
Biên LN gộp	59,2%	68,3%	54,4%	54,5%
Biên LN từ HĐKD	47,3%	57,0%	43,0%	42,9%
Biên EBITDA	47,5%	57,8%	43,5%	43,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	22,5%	25,6%	23,7%	29,4%
ROE	5,8%	8,3%	10,4%	12,3%
ROA	5,0%	7,7%	7,0%	6,7%
<b>Chỉ số hiệu quả:</b>				
Số ngày tồn kho	4.370	4.986	2.739	2.830
Số ngày phải thu	334	308	211	229
Số ngày phải trả	39	21	16	21
Chu kỳ luân chuyển tiền	4.665	5.272	2.934	3.039
<b>Thanh khoản:</b>				
CS thanh toán hiện hành	9,0x	11,4x	11,4x	7,5x
CS thanh toán nhanh	2,4x	2,4x	2,5x	1,6x
CS thanh toán tiền mặt	0,8x	0,9x	0,9x	0,5x
Nợ vay/ Tài sản	29,8%	35,4%	32,4%	27,6%
Nợ vay/ Vốn	32,4%	38,0%	34,9%	31,4%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	34,9%	48,3%	41,9%	34,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	80,5x	93,9x	84,2x	69,2x

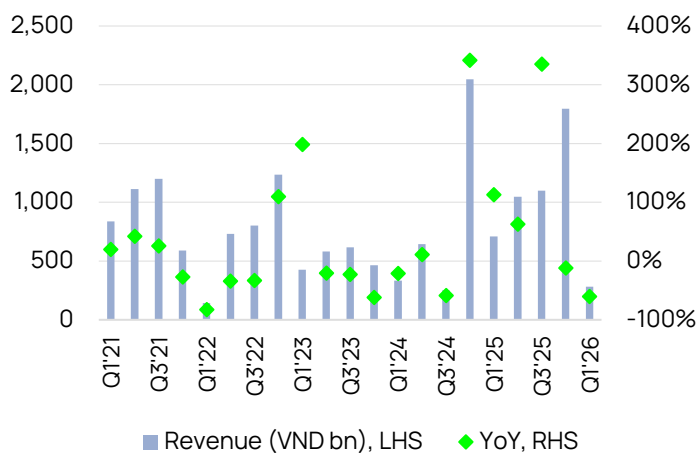
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	2.547	3.147	3.203	3.389
Đầu tư TC ngắn hạn	209	0	0	0
Các khoản phải thu	5.482	5.087	5.798	6.779
Hàng tồn kho	23.260	31.049	33.311	37.244
TS ngắn hạn khác	122	143	205	254
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>31.619</b>	<b>39.427</b>	<b>42.517</b>	<b>47.666</b>
TS cố định (nguyên giá)	2.141	2.267	2.455	2.655
- Khấu hao lũy kế	-110	-160	-209	-259
TS cố định (ròng)	2.031	2.107	2.246	2.396
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	424	424	424	424
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.455</b>	<b>2.531</b>	<b>2.670</b>	<b>2.820</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>34.074</b>	<b>41.958</b>	<b>45.187</b>	<b>50.486</b>
Phải trả ngắn hạn	113	119	256	271
Nợ vay ngắn hạn	1.802	1.622	1.459	1.314
Nợ ngắn hạn khác	1.600	1.725	2.004	4.781
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.515</b>	<b>3.465</b>	<b>3.720</b>	<b>6.366</b>
Nợ vay dài hạn	8.348	13.224	13.163	12.635
Nợ dài hạn khác	1.047	1.047	1.047	1.047
<b>Tổng nợ</b>	<b>12.910</b>	<b>17.736</b>	<b>17.929</b>	<b>20.047</b>
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	11.222	11.331	11.331	11.331
Thặng dư vốn cổ phần	3.353	3.375	3.375	3.375
Lợi nhuận giữ lại	3.595	5.199	7.425	10.361
Vốn khác	352	352	352	352
Lợi ích CĐTS	2.641	3.965	4.775	5.020
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.164</b>	<b>24.221</b>	<b>27.258</b>	<b>30.439</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>34.074</b>	<b>41.958</b>	<b>45.187</b>	<b>50.486</b>
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	1.122	1.133	1.133	1.133

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>3.096</b>	<b>2.547</b>	<b>3.147</b>	<b>3.203</b>
Thu nhập ròng	1.045	1.603	2.226	2.936
Khấu hao	8	49	49	49
Thay đổi vốn lưu động	-4.974	-7.187	-3.094	-2.699
Điều chỉnh khác	746	1.224	1.286	772
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>-3.175</b>	<b>-4.310</b>	<b>468</b>	<b>1.059</b>
Chi phí đầu tư XDCB, ròng	-676	-125	-188	-200
Đầu tư, ròng	109	209	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-566</b>	<b>83</b>	<b>-188</b>	<b>-200</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	139	130	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	702	-180	-162	-146
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	2.349	4.877	-61	-528
Khác	1	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>3.192</b>	<b>4.827</b>	<b>-224</b>	<b>-674</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-549</b>	<b>600</b>	<b>56</b>	<b>185</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.547</b>	<b>3.147</b>	<b>3.203</b>	<b>3.389</b>

Nguồn: KDH, dự báo của Vietcap

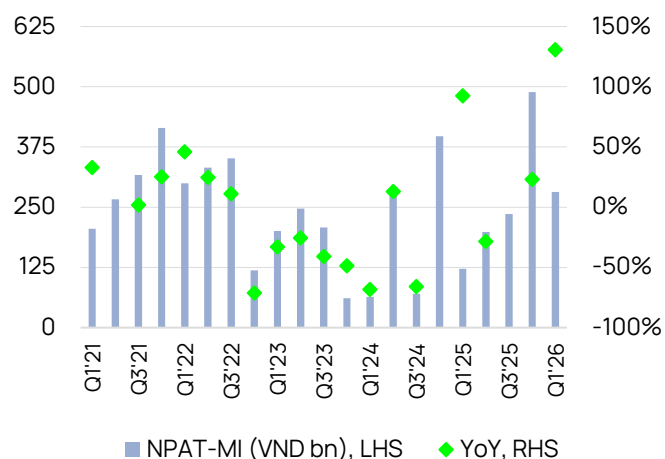
## Phụ lục

Hình 14: Doanh thu



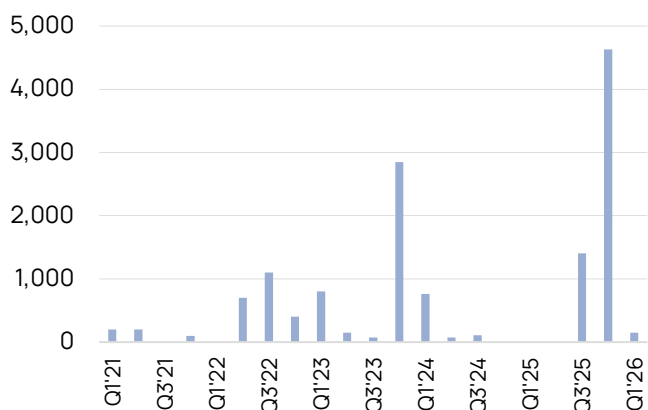
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS



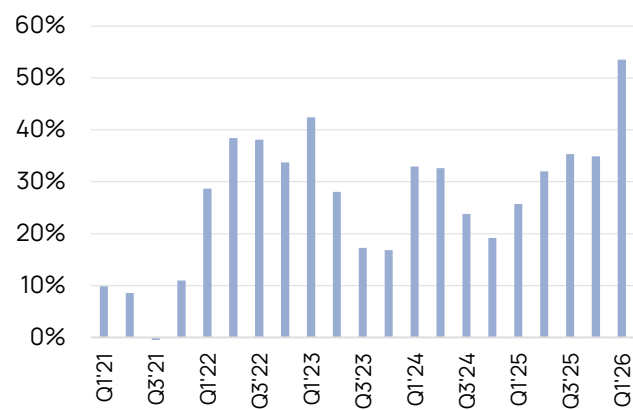
Nguồn: KDH, Vietcap

Hình 16: Doanh số bán hàng (tỷ đồng)



Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 17: Nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu



Nguồn: KDH, Vietcap

## 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.

## 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  
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

#### 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 Vinh, 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 Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- 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 Thục, 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, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

#### Anthony Le

##### Giám đốc

#### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

#### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn