

CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN

[Việt Nam / Bất động sản]

MUA

BC Cập nhật

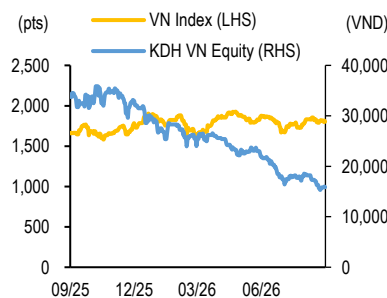
Giá mục tiêu (12 tháng) **VND 24,200**

Giá hiện tại (23/09/26) **15,850 VND**

Suất sinh lời **52.6%**

VNINDEX	1,802
P/E thị trường (23F, x)	12.7
Vốn hóa (tỷ VND)	17,787
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,122
SLCP tự do giao dịch (triệu)	648
52 tuần cao/thấp (VND)	36,450/15,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.54
Tuyết đối bình quân 90 ngày (tỷ VND)	86
Sở hữu nước ngoài (%)	0.9

	CTCP Đầu tư Tiến Lộc		11.2
Cổ đông lớn (%)	Nhóm quỹ VinaCapital		6.9
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-27.8	-34.0	-52.5
Tỷ đối với VN-Index (%)	-24.2	-47.2	-62.7



Nguồn: Bloomberg

Hương Lê

☎️ (84-28) 6299-8004
✉️ huong.lt1@shinhan.com

Ly Bui – Giám đốc Phân tích

☎️ (84-28) 6299-8029
✉️ ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Gladia là động lực trong ngắn hạn

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 24,200 đồng

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) là một chủ đầu tư bất động sản nhà ở hàng đầu tại TP.HCM, sở hữu quỹ đất khoảng 620 ha tập trung tại khu Đông và khu Tây thành phố với phân khúc trung và cao cấp. Trong 6T2026, KDH ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh nhờ các khoản thu nhập bất thường, trong khi tiến độ bàn giao và doanh số bán hàng vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ cải thiện từ H2/2026 khi Gladia bước vào giai đoạn thương mại hóa mạnh hơn. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi khuyến nghị MUA KDH với giá mục tiêu ở mức 24,200 đồng.

Lợi nhuận 6T/2026 tăng mạnh nhờ khoản "one-off", trong khi hoạt động cốt lõi còn yếu

Q2/2026, KDH ghi nhận doanh thu 161 tỷ đồng (-85% YoY) và LNST công ty mẹ 750 tỷ đồng (+277% YoY), chủ yếu nhờ 896 tỷ đồng thu nhập tài chính bất thường từ chuyển nhượng 2% Bình Trưng Mới, giảm sở hữu từ 51% xuống 49%. Lũy kế 6T2026, doanh thu 442 tỷ đồng (-74.9% YoY) và LNST 1,031 tỷ đồng (+221% YoY), kết quả còn được hỗ trợ bởi khoản lãi mua rẻ liên quan đến An Lập trong Q1. Doanh số bán hàng H1/2026 ước đạt 300 tỷ đồng. Nợ thuần/VCSH tăng lên 0.69 lần, (từ 0.54 lần trong Q1/2026 và 0.32 lần cuối 2025, cao hơn đáng kể mức dưới 0.2 lần trong giai đoạn 2023-2024), phản ánh nhu cầu vốn lớn để đẩy nhanh triển khai dự án hiện hữu và nâng cao năng lực tài chính cho dự án BT. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm gia tăng áp lực lãi vay của KDH trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao.

Mở bán phân khu cao tầng Gladia kỳ vọng tạo điểm đảo chiều cho doanh số từ H2/2026

Gladia hiện là động lực chính trong ngắn hạn của KDH. Đến cuối Q2/2026, khoảng 60%/226 căn thấp tầng đã được hấp thụ, trong đó khoảng 80 căn đã bàn giao. Với Gladia Heights, khoảng 500/616 căn hộ được mở bán từ tháng 8/2026 với tỷ lệ hấp thụ ban đầu ~90%, dự kiến bàn giao từ Q4/2027. Kết quả mở bán tích cực cho thấy sức cầu tại khu Đông vẫn duy trì tốt, củng cố kỳ vọng doanh số phục hồi từ H2/2026.

Bổ sung quỹ đất thông qua dự án BT, đồng thời mở rộng quy mô Tân Tạo A

Cổ đông KDH đã thông qua 2 quyết định quan trọng: (1) KDH sẽ tham gia dự án BT Mả Lạn – Chợ Gà Gạo (TMĐT 16,370 tỷ đồng, giai đoạn 2026–2029), dự kiến được thanh toán bằng các quỹ đất trị giá khoảng 10,735 tỷ đồng và phần chênh lệch khoảng 5,635 tỷ đồng từ ngân sách thành phố; (2) Tăng tổng mức đầu tư Tân Tạo A từ 7,737 tỷ lên 17,918 tỷ đồng (+131.6%) để cập nhật chi phí bồi thường, tái định cư và đầu tư hạ tầng, qua đó tạo dư địa triển khai dự án nhưng đồng thời làm gia tăng nhu cầu vốn.

Dự phóng năm 2026: DT và LNST lần lượt đạt 886 tỷ đồng (-81% YoY) và 1,508 tỷ đồng (-7% YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro chi phí đất và GPMB cao hơn dự kiến, (2) Rủi ro chậm tiến độ pháp lý và thương mại hóa dự án, (3) Rủi ro tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến; (4) Rủi ro đòn bẩy và chi phí lãi vay gia tăng.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	2,088	3,279	4,651	886	4,608
LN HKKD (tỷ VND)	1,220	1,308	2,160	191	603
LNST (tỷ VND)	730	804	1,627	1,508	363
EPS (đồng)	840	80	870	1,239	336
BPS (đồng)	16,828	19,136	20,377	22,540	24,936
Biên LN HKKD (%)	58.4	39.9	46.4	21.5	13.1
Biên LNST (%)	34.9	24.5	35.0	170.3	7.9
ROE (%)	5.3	4.6	8.0	7.0	1.6
PER (x)	42.4	448.8	41.3	29.0	106.8
PBR (x)	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật KQKD năm 6T2026 và dự phóng 2026

Khoản mục	Q2/2026 (Tỷ đồng)	YoY	H1/2026 (Tỷ đồng)	%YoY	2026F (Tỷ đồng)	%YoY
Doanh thu thuần	161	-85%	442	-75%	886	-81%
Doanh thu chuyển nhượng BDS	144	-86%	408	-76%	818	-82%
Doanh thu cung cấp dịch vụ	15	+38%	28	+27%	56	+22%
Doanh thu cho thuê	2	-63%	6	-25%	12	-33%
Lợi nhuận gộp	81	-80%	264	-63%	462	-83%
Biên lợi nhuận gộp	50.2%		59.7%		52.1%	-7.1đpt
Chi phí SG&A	-134	+19%	-229	-0.1%	-271	-54%
Lợi nhuận từ HĐKD	-53	-118%	33	-93%	191	-91%
Doanh thu tài chính	906	+21,500%	913	3,730%	933	+2,208%
Chi phí tài chính	-30	-45%	-47	-54%	-94	-47%
Thu nhập/(lỗ) khác	-23		256		241	+1,212%
Lãi lỗ từ công ty liên doanh, LK	0		0		319	
Lợi nhuận trước thuế	800	+226%	1,156	+188%	1,590	-22%
LNST	770	+292%	1,097	+246%	1,508	-7%
LN ròng của công ty mẹ	750	+277%	1,031	+221%	1,390	+33%

KQKD 6T2026 chưa phản ánh sự phục hồi cốt lõi; Gladia dẫn dắt chu kỳ bán hàng mới

Q2/2026, KDH ghi nhận 161 tỷ đồng doanh thu (-84.7% YoY) và 750 tỷ đồng LNST CĐ mẹ (+277.3% YoY). Biên LN gộp cải thiện lên 50.2% nhờ cơ cấu bàn giao tập trung vào sản phẩm thấp tầng Gladia. Tuy nhiên, mức tăng lợi nhuận chủ yếu đến từ 896 tỷ đồng thu nhập tài chính bất thường sau khi KDH giảm tỷ lệ sở hữu tại Bình Trưng Mới xuống 48.95%; loại trừ khoản này, lợi nhuận cốt lõi Q2 chỉ khoảng 33 tỷ đồng, cho thấy hoạt động bán giao vẫn ở vùng thấp. Lũy kế 6T2026, doanh thu đạt 442 tỷ đồng (-74.8% YoY) trong khi LNST CĐ mẹ đạt 1,031 tỷ đồng (+221.3% YoY); lợi nhuận báo cáo còn được hỗ trợ bởi khoản lãi mua rẻ An Lập trong Q1, do đó chưa phản ánh đầy đủ sức khỏe hoạt động cốt lõi.

Hoạt động bán hàng trong 1H2026 vẫn tương đối trầm lắng trước khi Gladia Heights chính thức mở bán ngày 01/08/2026. Đối với phân khu thấp tầng Gladia, khoảng 60% trong tổng số 226 sản phẩm đã được bán. Trong khi đó, số dư người mua trả tiền trước tại cuối Q2/2026 giảm 38.5% so với cuối 2025 xuống 399 tỷ đồng, cho thấy dòng tiền bán hàng chưa theo kịp tốc độ gia tăng đầu tư dự án trong H1/2026. Sau khi mở bán, Gladia Heights ghi nhận tín hiệu tích cực với khoảng 500 căn được đưa ra thị trường và hơn 90% số căn được đặt mua ngay trong sự kiện, qua đó hỗ trợ kỳ vọng doanh số bán hàng cải thiện rõ hơn trong H2/2026. Tuy nhiên, sau khi Bình Trưng Mới không còn được hợp nhất, phần lợi nhuận từ các sản phẩm thuộc pháp nhân này sẽ được phản ánh qua lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết thay vì doanh thu hợp nhất. Vì vậy, doanh thu báo cáo của KDH có thể duy trì ở mức thấp trong ngắn hạn dù hoạt động bàn giao thực tế cải thiện.

Chúng tôi dự báo doanh thu FY2026 đạt khoảng 886 tỷ đồng, trong đó H2 đóng góp khoảng 444 tỷ đồng. Doanh thu duy trì ở mức thấp dù doanh số bán hàng phục hồi mạnh do phần lớn sản phẩm Gladia Heights chưa đến thời điểm bàn giao, trong khi Bình Trưng Mới không còn được hợp nhất từ H2/2026 và phần lợi ích kinh tế của KDH được phản ánh qua lãi từ công ty liên kết. Biên lợi nhuận gộp cả năm dự kiến đạt khoảng 52.1%, so với 59.6% trong 6T2026.

Chúng tôi dự phóng LNST CĐ mẹ năm 2026 đạt 1,390 tỷ đồng (+33.0% YoY). Tuy nhiên, sau khi loại trừ khoảng 1,002 tỷ đồng tác động sau thuế thuộc CĐ mẹ từ các khoản lợi nhuận bất thường tại Bình Trưng Mới và An Lập, LNST cốt lõi chỉ còn khoảng 388 tỷ đồng (-62.9% YoY). Điểm tích cực hơn nằm ở sự phục hồi của doanh số bán hàng dự án Gladia, qua đó tạo nền tảng cho doanh thu và hoạt động cốt lõi phục hồi từ 2027, dù mức độ cải thiện lợi nhuận vẫn phụ thuộc vào tiến độ bàn giao và biên lợi nhuận của Gladia Heights.

Cập nhật tình hình và kế hoạch triển khai dự án

STT	Dự án	Sản phẩm	Vị trí	Quyết đất (ha)	Sở hữu	Dự kiến kế hoạch phát triển dự án ⁽¹⁾					
						2024	2025	2026	2027	Từ 2028	Tình trạng
1	Classia	Thấp tầng	TP. Thủ Đức cũ	4.3	100%						Đã bán được 100% và bàn giao nhà cho khách hàng từ cuối năm 2022. Phần lớn sổ hồng đã bàn giao trong năm 2024.
2	Privia	Căn hộ	Bình Tân cũ	1.9	100%						Mở bán từ tháng 11/2023, đã bán 100% và bắt đầu bàn giao giữa tháng 10/2024. và bàn giao sổ hồng từ 03/2025. Phần lớn doanh thu đã ghi nhận 2024–2025.
3	Solina	Thấp tầng	Bình Hưng, TP.HCM	16.7	100%						GD1 đã hoàn tất các thủ tục đất chính, nộp tiền sử dụng đất và có GPXD; hạ tầng bắt đầu triển khai từ 2025. KDH tiếp tục xây dựng trong 2026; dự kiến mở bán trong năm 2028 và bàn giao từ năm 2029.
4	Gladia	Thấp tầng + Cao tầng	Bình Trưng, TP.HCM	11.9	49%						Động lực thương mại hóa chính của KDH trong 2025–2027. Phân khu thấp tầng đã hoàn tất thi công; đến cuối Q2/2026 khoảng 60%/226 căn đã hấp thụ và ~80 căn đã bàn giao, phần còn lại tiếp tục bán/bàn giao đến 2028. Gladia Heights khởi công 01/2026, đủ điều kiện bán 616 căn từ 23/07/2026; mở bán vào ngày 01/08 khoảng 500 căn với ~90% hấp thụ ban đầu, dự kiến bàn giao từ Q4/2027. Sau khi KDH giảm sở hữu Bình Trưng Mới từ 51% xuống 49%, phần lợi nhuận này từ H2/2026 được ghi nhận qua LN công ty liên kết thay vì doanh thu hợp nhất.
5	KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)	KCN	Bình Lợi	110	100%						Pháp lý GD1 tương đối hoàn chỉnh và dự án đã bước vào xây dựng hạ tầng. Kỳ vọng bắt đầu thương mại hóa từ năm 2028.
6	KDC Phong Phú 2	Thấp tầng + cao tầng	Bình Chánh cũ	26	99%						Đã hoàn thành GPMB và đang thực hiện các công tác pháp lý tiếp theo. Dự kiến thương mại hóa từ sau 2028.
7	KDC Tân Tạo	KĐT thấp tầng + cao tầng	Tân Tạo, TP.HCM	330	100%						GPMB phần Tân Tạo A ~330 ha đạt khoảng 85-90%; giao đất và nghĩa vụ tài chính vẫn đang hoàn thiện. Tháng 07/2026, TMĐT tăng từ 7,737 tỷ lên 17,918 tỷ đồng (+131.6%). Đồng thời, ~133 ha Tân Tạo B được dự kiến làm quỹ đất đối ứng cho dự án BT Mả Lạn - Chợ Gà Gạo. Dự kiến: Tân Tạo A thương mại hóa từ 2029, Tân Tạo B phụ thuộc tiến độ hoàn thành BT.
8	Bình Trưng Đông	Thấp tầng + Căn hộ	Bình Trưng & Cát Lái	18.2	98%						GPMB đã hoàn tất và dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư ngày 13/10/2025; các bước tiếp theo gồm hoàn thiện QH 1/500, giao đất/nghĩa vụ tài chính, GPXD và điều kiện bán. KDH dự kiến mở bán căn hộ từ 2027 và bàn giao từ 2028.
9	An Lập – Cát Lái	Thấp tầng	Cát Lái	8.2	98%						KDH hoàn tất mua gần 99% vốn trong Q1/2026 với giá trị khoảng 2,553 tỷ đồng. Dự

							án đã có GCN đất ở và QH 1/500, nhưng chưa công bố kế hoạch khởi công/mở bán.
10	BT Mạ Lạng – Chợ Gà Gạo	NOXH/tái định cư + hạ tầng	Cầu Ông Lãnh & Bến Thành	4.2	100%		HĐND TP.HCM phê duyệt chủ trương 19/06/2026; cổ đông KDH thông qua tham gia ngày 07/07 và dự án khởi công 29/08/2026. TMĐT sơ bộ hơn 16,370 tỷ đồng; KDH thu xếp vốn trước và được thanh toán bằng quỹ đất đối ứng cùng phần bù ngân sách sau khi hoàn thành. Dự kiến hoàn thành Q4/2028, vận hành 2029.
Tổng				530.8			

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(1) Ước tính thời gian từ lúc xây dựng đến lúc bàn giao

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 24,200 VND

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 24,200 đồng tương ứng với mức tăng 52.6% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, KDH là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

- 1) KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TPHCM (và đang liên tục mở rộng) với tiềm năng khai thác dài hạn;
- 2) Dự án Gladia mở ra chu kỳ phục hồi doanh số bán hàng và hỗ trợ hoạt động kinh doanh cốt lõi của KDH từ H2/2026;
- 3) Định giá đang ở mức hấp dẫn.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá KDH. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; với các dự án chưa có kế hoạch (thông tin rõ ràng) chúng tôi sử dụng BV.

Mô hình định giá RNAV của KDH		
Dự án	Giá trị dự án (Tỷ đồng)	Phương pháp
Gladia – Emeria	3,374	DCF
Gladia – Clarita /Bình Trưng Mới	1,519	DCF
Solina/ KDC 11A	4,373	DCF
Phong Phú 2	12,367	DCF
Tân Tạo – Khu A	21,090	DCF
An Lập/ Cát Lái	4,541	DCF
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	1,931	BV
Bình Trưng mở rộng	4,961	BV
Lộc Minh/ Bình Trưng	240	BV
Khác	2,794	BV
Tổng	57,189	
(+) Tiền và tài sản khác	5,378	
(-) Nợ	19,506	
(-) Giá trị CĐTTS	1,143	
Giá trị tài sản ròng công ty mẹ	41,694	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	1.122	
RNAV/ cổ phiếu	37,200	
Chiết khấu RNAV	35%	
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	24,200	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi áp dụng WACC 9.9%, dựa trên lãi suất phi rủi ro 4.5%, ERP 8.46%, beta 0.939, chi phí vốn chủ sở hữu 12.4% và chi phí nợ 7.6%. Với các dự án chưa hoàn thiện pháp lý, suất chiết khấu được cộng thêm phần bù rủi ro, lần lượt đạt 12.9% cho An Lập, 13.9% cho Tân Tạo và 14.9% cho Phong Phú 2. Chúng tôi đồng thời áp dụng mức chiết khấu 35% để phản ánh rủi ro tiến độ, khả năng hấp thụ sản phẩm thấp tầng, đòn bẩy gia tăng trong môi trường lãi suất cao và nhu cầu vốn lớn cho các dự án mới. Theo đó, giá mục tiêu được xác định ở mức **24,200 VND/cổ phiếu**.

Tổng quan doanh nghiệp

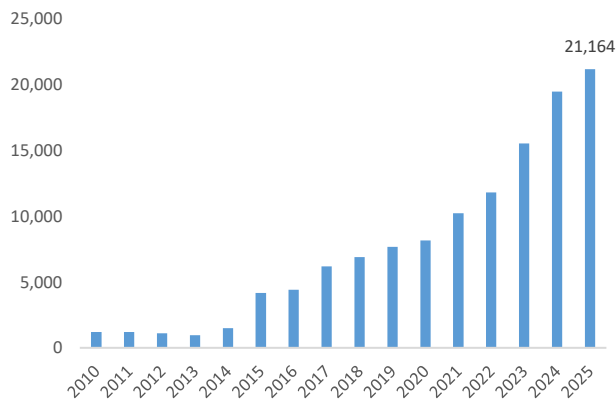
1. Lịch sử hình thành và phát triển của KDH

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) được thành lập năm 2001 (với vốn điều lệ 10 tỷ đồng) và được cổ phần hóa vào năm 2007. Sau 3 năm cổ phần hóa, KDH chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán. Đến nay, quy mô vốn chủ sở hữu (VCSH) đã tăng gần 13 lần so với ngày niêm yết.

Vốn chủ sở hữu lớn mạnh cho phép KDH thực hiện những dự án có quy mô lớn hơn, bài bản hơn. Hiện các quy định ngày càng đề cao năng lực tài chính của chủ đầu tư như (1) Luật kinh doanh BĐS 2024⁽¹⁾ quy định vốn chủ tối thiểu cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha và (2) ND 96/2024/ND-CP về kinh doanh BĐS siết quy định tỷ lệ nợ/VCSH cho dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha và trên 20ha tương ứng là 4x và 5.67x.

Quy mô vốn chủ tăng gần 16 lần so với ngày niêm yết

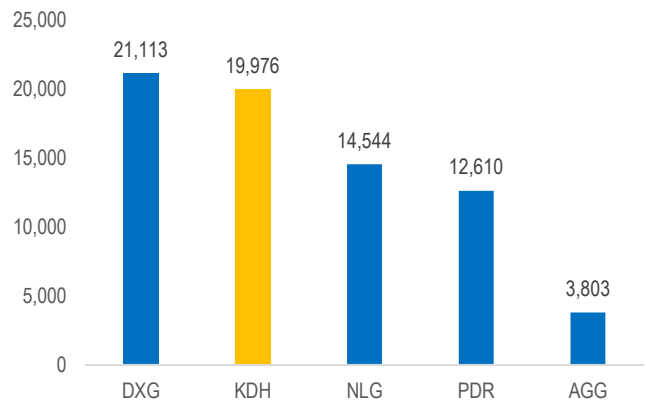
Triệu đồng



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Quy mô vốn chủ của một số DN niêm yết thực hiện dự án tại TPHCM

(tỷ VND)

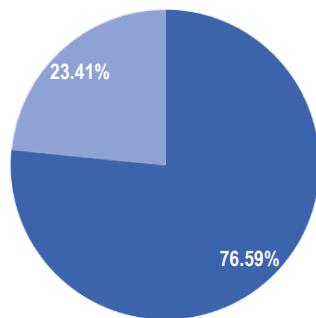


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

2. Cơ cấu cổ đông

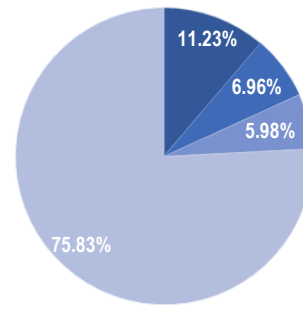
Ở góc độ tổ chức, tỷ lệ sở hữu của cổ đông ngoại tại KDH lên đến gần 40%, điều đó cho thấy sự minh bạch và hấp dẫn của KDH đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Một trong những quỹ ngoại lớn đầu tư vào KDH là nhóm quỹ Dragon Capital (5.58%). Hiện tại, CTCP Đầu tư Tiên Lộc – một công ty tư vấn quản lý tại TPHCM là cổ đông nắm tỷ trọng cổ phiếu cao nhất (13.03%), tiếp đến là các quỹ đầu tư trong và ngoài nước.

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 21/09/2026



■ Sở hữu trong nước ■ Sở hữu nước ngoài

Tỷ lệ sở hữu ngày 21/09/2025



■ CTCP Đầu tư Tiên Lộc ■ Nhóm quỹ VinaCapital
■ Nhóm quỹ Dragon Capital ■ Khác

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

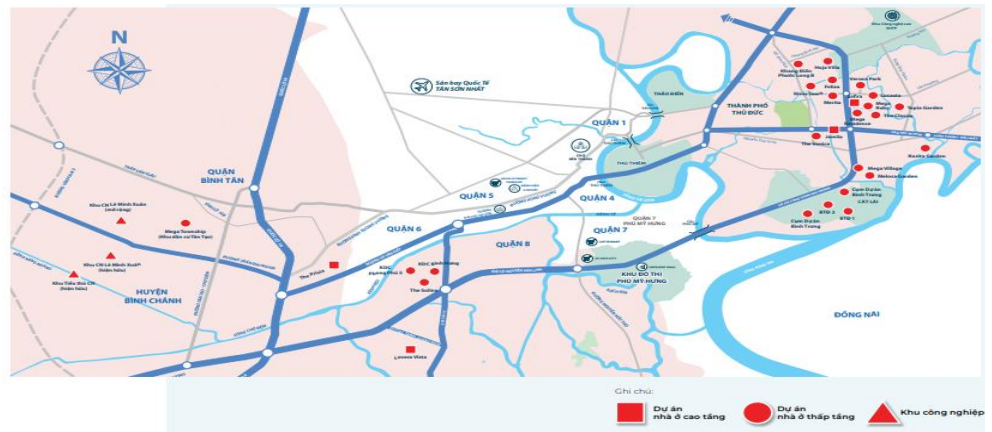
(1) Luật KDBDS 2014 chỉ quy định vốn pháp định tối thiểu 20 tỷ. Do đó, nhiều doanh nghiệp có cơ cấu nợ vay rất cao để thực hiện dự án quy mô lớn. Năm 2022, ND 02/2022/ND-CP quy định dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha phải có vốn tối thiểu 20% tổng mức đầu tư [...], nhưng chỉ quy định ở cấp ND.

3. Phân khúc và sản phẩm

Ban đầu, KDH hoạt động chủ yếu ở phía Đông của TPHCM. Quý IV/2015, KDH hoàn tất thủ tục mua 57.31% vốn của BCCI, từ đó mở rộng hoạt động sang phía Tây và Tây Nam thành phố gồm các quận Bình Chánh và Bình Tân.

Các dự án của KDH đều được kết nối hạ tầng tốt. Điển hình, các dự án ở phía Đông (Thành phố Thủ Đức) đều gần với các dự án hạ tầng trọng điểm đã và đang triển khai như tuyến Metro số 1, cao tốc Hồ Chí Minh – Long Thành – Dầu Giây, Vành đai 2, Vành đai 3,... Trong khi đó, cụm dự án ở Bình Tân, Bình Chánh gần cửa ngõ phía Tây và các trục đường lớn như đường Võ Văn Kiệt, đại lộ Nguyễn Văn Linh,... Điều đó (1) đem lại tiềm năng tăng giá bán cho doanh nghiệp khi các yếu tố hạ tầng được hoàn thiện hơn và (2) góp phần hỗ trợ chiến lược phát triển các sản phẩm trung và cao cấp của KDH.

Quỹ đất của KDH tập trung tại phía Đông và phía Tây, Tây Nam của TPHCM

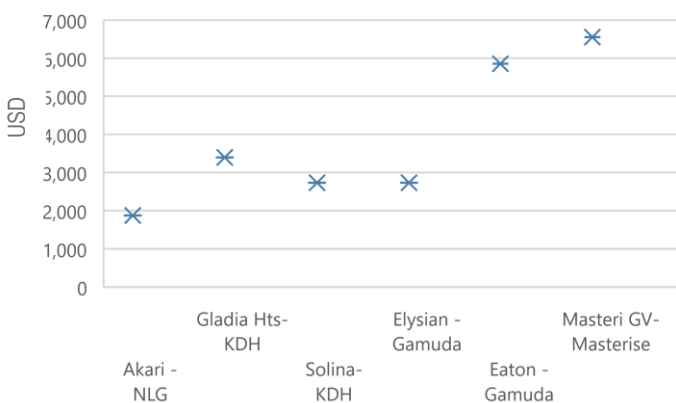


Nguồn: KDH, Shinhan Securities Vietnam

KDH phát triển các sản phẩm đa dạng từ nhà ở thương mại (căn hộ, biệt thự và nhà liên kế) đến KCN. Với nhà ở thương mại, **KDH thành công trong triển khai các sản phẩm nhà ở trung và cao cấp với tỷ lệ hấp thụ sản phẩm ở mức cao.** Chúng tôi nhận định thành công của KDH đến từ việc:

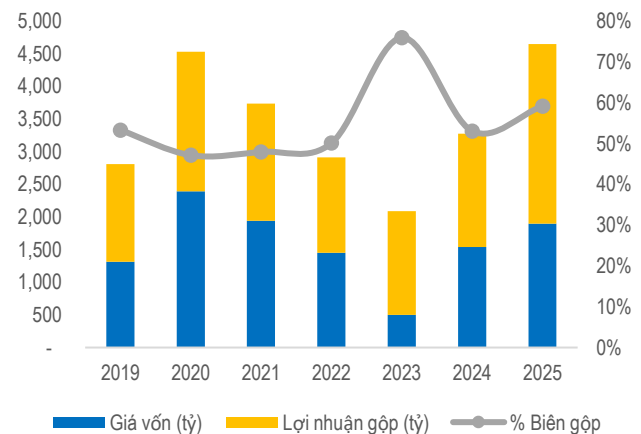
- ❖ Triển khai sản phẩm theo đúng tiến độ, pháp lý rõ ràng. Trong đó, nhiều dự án vượt tiến độ bàn giao cho khách hàng từ 2-3 tháng.
- ❖ Sản phẩm tốt với mức giá phù hợp
- ❖ Vị trí đặc địa, các dự án của KDH tập trung ở phía Đông, Tây, và Tây Nam thành phố với kết nối hạ tầng tốt.

Giá bán trung bình ⁽²⁾ của KDH vừa phải so với các dự án trung và cao cấp



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

Biên gộp cải thiện qua các năm



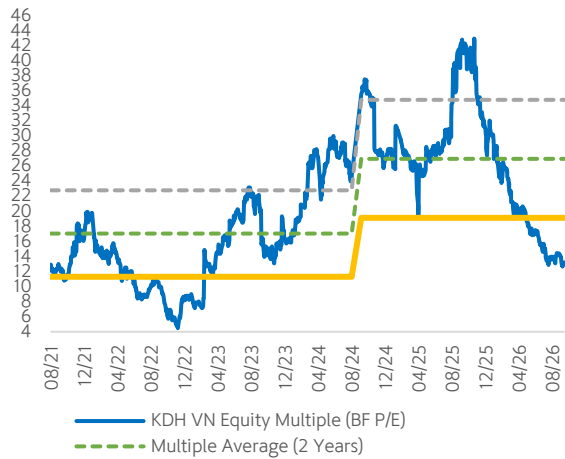
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(2) Giá bán căn hộ (USD) của các dự án gần đây

Biên gộp của KDH duy trì trên 50%, trung vị 53,1% trong 5 năm qua (2021-2025) và đạt 63,1% trong nửa đầu 2026 - mức cao nhất từ trước tới nay, tính trên riêng mảng chuyển nhượng bất động sản. Hợp tác với Keppel đã bước đầu có những kết quả tích cực: dự án Gladia by the Waters quy mô 11,8 ha ven sông Rạch Chiếc đã mở bán phân khu thấp tầng từ quý III/2025 ở mức 230 triệu đồng/m² đất, và ra mắt phân khu cao tầng Gladia Heights ngày 12/6/2026 với 616 căn hộ cùng 23 căn thương mại dịch vụ, giá 83 triệu đồng/m² bàn giao thô và 91-95 triệu đồng/m² bàn giao hoàn thiện. Đây là mức giá cao gần gấp đôi Privia và đưa KDH từ phân khúc trung cấp lên cận cao cấp. Gladia cũng là dự án đầu tiên tại Việt Nam đạt chứng nhận đô thị xanh BCA Green Mark for Districts của Singapore.

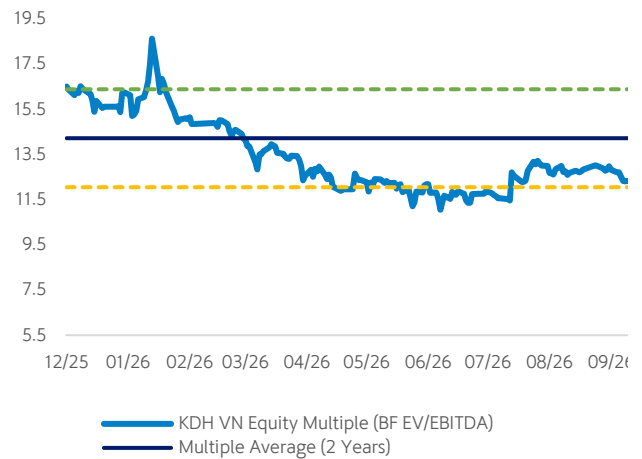
Bên cạnh mảng nhà ở thương mại, KDH sở hữu KCN Lê Minh Xuân mở rộng với quy mô 109.9 ha, qua đó bổ sung nguồn thu BĐS công nghiệp vào danh mục dài hạn. Giai đoạn 1 của dự án có quy mô khoảng 89 ha, đã hoàn tất pháp lý và triển khai xây dựng từ năm 2025. Công ty hiện đang làm việc với các nhà đầu tư trong và ngoài nước và kỳ vọng bắt đầu thu hút khách thuê từ cuối 2026 - đầu 2027, do đó chúng tôi kỳ vọng dự án bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2027.

PER của KDH



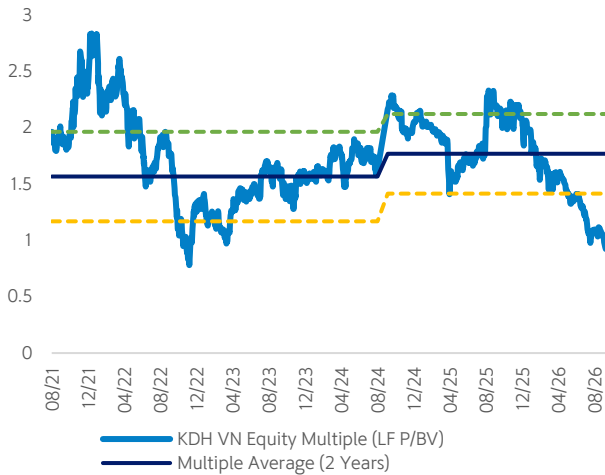
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của KDH



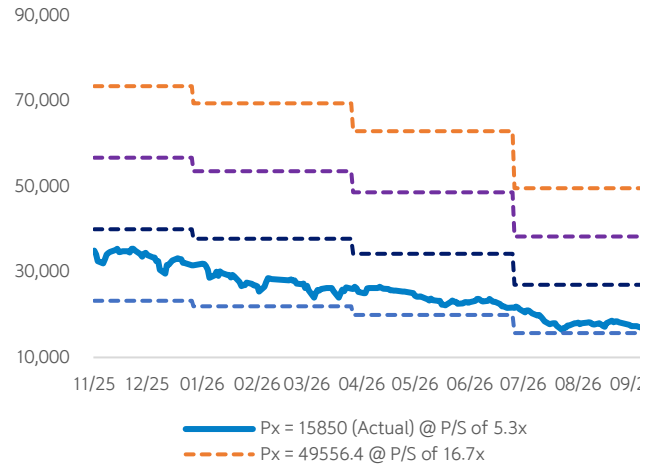
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của KDH



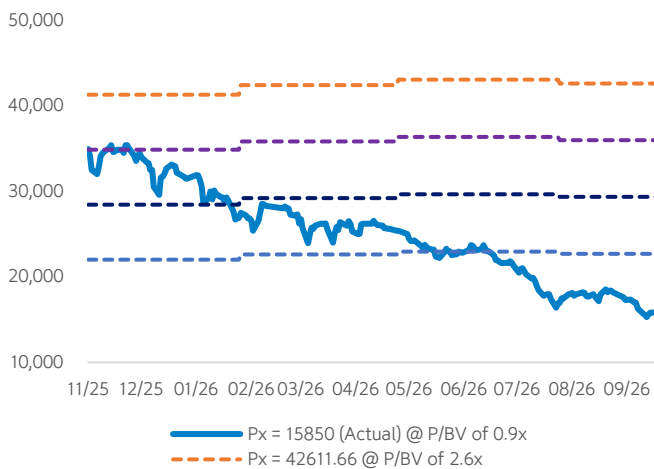
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của KDH



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của KDH từ năm 2017



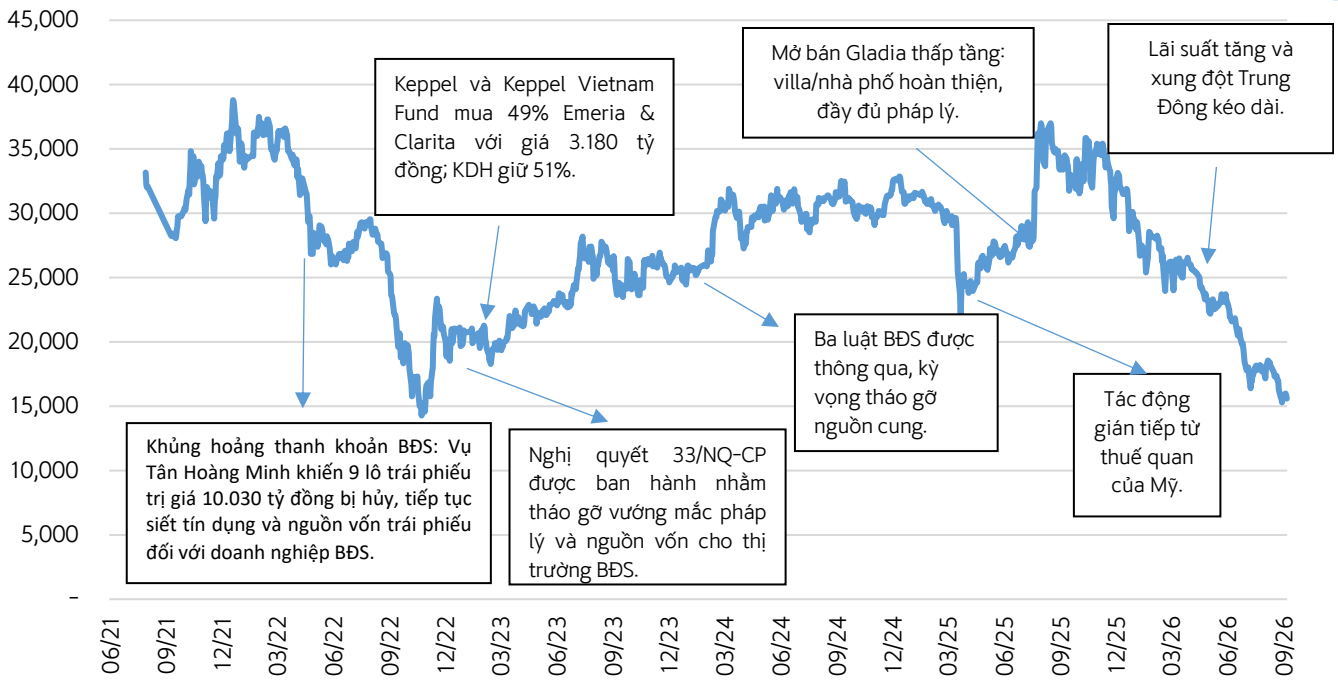
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng của KDH



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của KDH



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro chi phí đất và GPMB cao hơn dự kiến

KDH sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM, trong đó một số dự án vẫn cần hoàn thiện công tác bồi thường, GPMB và nghĩa vụ tài chính về đất. Chi phí đền bù hoặc tiền sử dụng đất cao hơn giả định có thể làm tăng tổng mức đầu tư, qua đó thu hẹp biên lợi nhuận gộp và giảm NPV dự án. Rủi ro này đặc biệt đáng lưu ý đối với các dự án quy mô lớn, có thời gian phát triển kéo dài và tỷ trọng chi phí đất cao.

Rủi ro chậm tiến độ pháp lý và thương mại hóa dự án

Tiến độ mở bán của KDH phụ thuộc lớn vào việc hoàn tất các thủ tục pháp lý như quy hoạch, giao đất, xác định nghĩa vụ tài chính và cấp phép xây dựng. Việc phê duyệt kéo dài hơn dự kiến có thể khiến thời điểm mở bán và bàn giao bị lùi, kéo theo doanh số, doanh thu và lợi nhuận ghi nhận thấp hơn dự báo trong ngắn hạn. Đồng thời, vòng quay vốn kéo dài có thể làm giảm IRR/NPV dự án và tạo áp lực lên dòng tiền.

Rủi ro tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến

Nhu cầu nhà ở có thể chịu ảnh hưởng từ mặt bằng lãi suất, khả năng tiếp cận tín dụng và sức mua của khách hàng. Nếu tỷ lệ hấp thụ tại các dự án mới thấp hơn kỳ vọng, KDH có thể phải kéo dài thời gian bán hàng hoặc gia tăng chính sách chiết khấu/hỗ trợ lãi suất, qua đó ảnh hưởng đến presales, ASP thực nhận và biên lợi nhuận. Tốc độ thu tiền chậm hơn cũng có thể làm gia tăng nhu cầu vốn lưu động cho các dự án đang triển khai.

Rủi ro đòn bẩy và chi phí lãi vay gia tăng

Việc đồng thời triển khai các dự án quy mô lớn có thể khiến nhu cầu vốn và dư nợ vay của KDH tăng trong giai đoạn đầu tư cao điểm. Trong bối cảnh lãi suất tăng có thể làm dòng tiền từ hoạt động bán hàng thấp hơn dự kiến, chi phí tài chính và áp lực dòng tiền có thể gia tăng, qua đó ảnh hưởng đến lợi nhuận và khả năng duy trì tốc độ triển khai dự án. Mức độ tác động sẽ phụ thuộc vào tiến độ thu tiền khách hàng và khả năng cân đối giữa vốn vay, dòng tiền nội bộ và các nguồn vốn khác.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	26,481	30,758	34,074	34,455	41,768
Tài sản ngắn hạn	24,737	28,844	31,619	32,742	39,921
Tiền và tương đương tiền	3,730	3,096	2,544	12,813	10,004
Đầu tư TC ngắn hạn	9	277	211	8	49
Các khoản phải thu	1,831	3,018	5,482	221	2,977
Hàng tồn kho	18,787	22,178	23,260	19,641	26,542
Tài sản ngắn hạn khác	381	275	122	59	348
Tài sản dài hạn	1,744	1,914	2,455	1,713	1,847
Tài sản cố định	81	73	67	62	56
Chi phí xây dựng cơ bản	933	1,028	1,735	1,355	1,496
Tài sản dài hạn khác	1,662	813	654	296	296
Tổng nợ	10,958	11,304	12,910	10,821	15,955
Nợ ngắn hạn	5,346	4,182	3,515	4,314	6,761
Khoản phải trả	92	288	113	133	356
Người mua trả tiền trước	2,388	1,901	648	1,382	839
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,444	1,100	1,802	2,230	3,020
Khác	1,421	893	952	569	2,546
Nợ dài hạn	5,612	7,122	9,394	6,507	9,193
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4,902	5,998	8,348	5,460	8,147
Khác	711	1,124	1,047	1,047	1,047
Vốn chủ sở hữu	15,523	19,453	21,164	21,975	24,153
Vốn góp chủ sở hữu	7,993	10,111	11,222	12,729	14,307
Thặng dư vốn	1,339	3,314	3,353	1,339	1,339
Vốn khác	2,424	2,411	2,993	2,010	2,067
Lợi nhuận giữ lại	3,767	3,618	3,595	5,897	6,440
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,072	2,059	2,641	1,486	1,486
*Nợ vay	6,346	7,098	10,149	7,690	11,166
*Nợ ròng (tiền)	2,608	3,726	7,394	(5,130)	1,114

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	(1,543)	(3,648)	(2,024)	11,624	(7,404)
Lợi nhuận ròng	1,069	1,051	2,039	1,590	467
Khấu hao TSCĐ	(5)	14	13	31	22
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(50)	(38)	(40)	(161)	(1)
Thay đổi vốn lưu động	(964)	(3,476)	(2,868)	9,588	(8,307)
Thay đổi khác	(1,594)	(1,198)	(1,168)	576	414
Tiền từ HĐ đầu tư	2,813	(918)	(1,723)	728	(187)
Thay đổi tài sản cố định	(216)	(100)	(683)	364	(146)
Thay đổi tài sản đầu tư	45	(256)	66	203	(41)
Khác	2,984	(562)	(1,105)	161	1
Tiền từ HĐ tài chính	(293)	3,932	3,195	(2,082)	4,783
Thay đổi vốn cổ phần	132	3,179	144	1,506	1,578
Tiền đi vay/(trả) nợ	(425)	752	3,051	(2,459)	3,476
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	-	(1,129)	(272)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	977	(634)	(551)	10,270	(2,809)
Tổng tiền đầu năm	2,752	3,729	3,094	2,542	12,813
Thay đổi trong kỳ giá	-	(1)	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	3,729	3,094	2,542	12,813	10,004

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

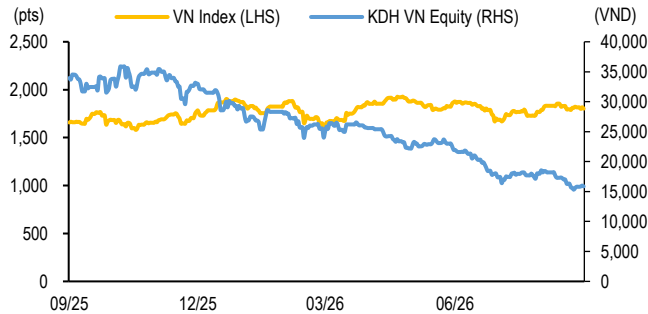
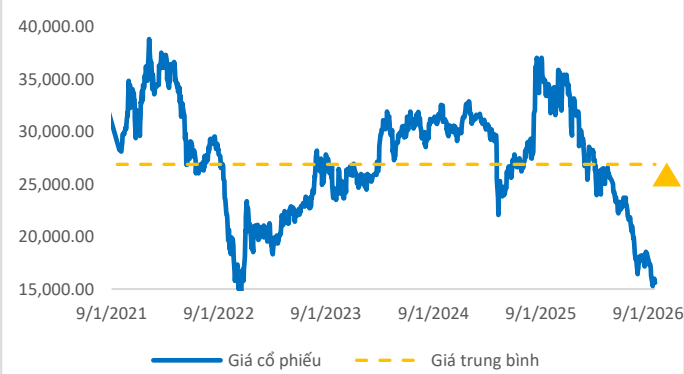
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,088	3,279	4,651	886	4,608
Tăng trưởng (%)	-28.3	57.0	41.9	-81.0	420.1
Giá vốn hàng bán	(501)	(1,539)	(1,898)	(424)	(3,366)
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	2,754	462	1,242
Biên lợi nhuận gộp (%)	76.0	53.1	59.2	52.1	26.9
Chi phí BH & QLDN	(367)	(432)	(594)	(271)	(639)
LN từ HĐKD	1,220	1,308	2,160	191	603
Tăng trưởng (%)	14.5	7.2	65.2	(91.2)	216.1
Biên LN từ HĐKD (%)	58.4	39.9	46.4	21.5	13.1
LN khác	(151)	(257)	(121)	1,399	(136)
Thu nhập tài chính	50	38	40	933	1
Chi phí tài chính	(148)	(216)	(180)	(94)	(107)
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	0	0	(50)	(39)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(53)	(79)	18	560	(30)
LN TT	1,069	1,051	2,039	1,590	467
Thuế TNDN	(340)	(247)	(412)	(82)	(104)
LNST	730	804	1,627	1,508	363
Tăng trưởng (%)	(32.6)	10.2	102.4	(7.3)	(75.9)
Biên lợi nhuận ròng (%)	34.9	24.5	35.0	170.3	7.9
LNST cổ đông công ty mẹ	716	810	1,045	1,390	363
Lợi ích CĐTTS	14	(7)	581	118	0
LN trước thuế và lãi vay	1,069	1,051	2,039	1,640	506
Tăng trưởng (%)	(24.7)	(1.7)	94.0	(19.6)	(69.2)
Biên LN (%)	51.2	32.1	43.8	185.1	11.0
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	1,065	1,065	2,052	1,671	528
Tăng trưởng (%)	(8.6)	0.0	92.8	(18.6)	(68.4)
Biên LN (%)	51.0	32.5	44.1	188.6	11.5

Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	840	80	870	1,239	336
BPS (đồng)	16,828	19,136	20,377	22,540	24,936
PER (x)	42.44	448.8	41.3	29	107
PBR (x)	2.26	1.9	1.8	1.6	1.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	100.2	68.0	75.5	81.2	74.9
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)					
Biên LN từ HĐKD (%)	51.0	32.5	44.1	188.6	11.5
Biên LNST (%)	58.4	39.9	46.4	21.5	13.1
ROA (%)	34.9	24.5	35.0	170.3	7.9
ROE (%)	3.0	2.8	5.0	4.4	1.0
Khả năng tài chính	5.3	4.6	8.0	7.0	1.6
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)					
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	40.9	36.5	48.0	35.0	46.2
Tỷ suất thanh toán tiền mặt (%)	245.0	350.0	360.3	(307.0)	211.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	69.9	80.6	78.4	297.2	148.7
Hiệu quả hoạt động (%)	-			33.0	12.9
Số ngày vốn lưu động (ngày)					
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	236	353	471	(447)	197
Số ngày khoản phải thu (ngày)	11,377	4,858	4,370	18,455	2,504

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH VN)**Giá cổ phiếu****Giá mục tiêu**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Cao/Thấp
27/09/2024 (BC lần đầu)	GIỮ	44,100	22.8	35.2/10.2
14/11/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	36,900	13.2	27.1/3.1
18/03/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	37,400	10.0	19.8/3.3
23/09/2026 (BC cập nhật)	MUA	24,200	-9.9	-33.6/59.2

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam**Cổ phiếu**

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Huong Le

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: KDH VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599