

CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

Bàn giao tại Gladia giúp kết quả Quý III bứt phá

- Q3/2025, KDH ghi nhận doanh thu tăng mạnh 335% svck với biên lợi nhuận gộp 70.7% - cao nhất từ 2024 đến nay. Lũy kế 9T25, KDH ghi nhận lợi nhuận ròng 557 tỷ VNĐ, tăng 35.1% svck và hoàn thành 58.7% kế hoạch cả năm của doanh nghiệp.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án Gladia sẽ là bệ đỡ lợi nhuận cho KDH GD 2025-2026, kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng lần lượt 32% - 56% svck trong giai đoạn này.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN và tăng giá mục tiêu lên 43,200 VNĐ/cp.

KQKD Q3/2025: Ghi nhận Gladia giúp lợi nhuận tăng mạnh svck

Q3/2025, KDH ghi nhận doanh thu tốt ở mức 1098 tỷ VNĐ (+335% svck, +4.7% sv quý trước), biên lợi nhuận gộp cao kỷ lục ở mức 70.7% (cao nhất từ 2024 đến nay) đưa lợi nhuận gộp tăng trưởng 391.7% svck và 92% sv quý trước. Kết quả này tốt hơn dự kiến của chúng tôi, do KDH đã ghi nhận lợi nhuận từ dự án Gladia. LNST Q3/2025 của KDH đạt mức 526 tỷ VNĐ, tăng 693% svck và 168% sv quý trước. Tuy nhiên do tỷ lệ sở hữu tại Gladia của KDH chỉ là 51%, mức LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 236 tỷ VNĐ, tăng 235% svck và tăng 18% sv quý trước. Lũy kế 9T25, KDH ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 557 tỷ VNĐ, tăng 35.1% từ nền thấp của cùng kỳ năm ngoái, hoàn thành 58.7% mục tiêu lợi nhuận của doanh nghiệp trong năm 2025.

Gladia là bệ đỡ lợi nhuận, Tân Tạo được kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ pháp lý

Cụm dự án Gladia là động lực cho giai đoạn 2025-2026: Trong Q3/2025 vừa qua, các sản phẩm thấp tầng GD 1 của Gladia đã được mở bán và bàn giao, ghi nhận những tín hiệu tích cực về khả năng hấp thụ và giá bán. Chúng tôi kỳ vọng các giai đoạn tiếp theo của dự án này cũng sẽ nhận được tỷ lệ hấp thụ cao với mức giá bán tốt, là động lực để KDH ghi nhận lợi nhuận tích cực trong GD 2025-2026 và là nền tảng để có nguồn lực tiếp tục triển khai các dự án khác. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của KDH trong GD 2025-2026 sẽ tăng trưởng lần lượt 32% - 56% svck. Bên cạnh đó, dự án Tân Tạo cũng được kỳ vọng đẩy nhanh pháp lý khi có tín hiệu tích cực từ các cơ chế liên quan đối với các dự án gặp vướng mắc trong quá trình giải phóng mặt bằng (Dự thảo sửa đổi Luật Đất đai 2024).

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu mới là 43,200 VNĐ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho KDH với giá mục tiêu mới là 43,200 VNĐ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 20.8%. Giá mục tiêu này cao hơn 20% so với giá mục tiêu gần nhất do chúng tôi: (1) tăng giá bán dự phóng tại Gladia, (2) áp dụng mức chiết khấu thấp hơn cho dự án Tân Tạo, bù đắp cho tác động tiêu cực của việc điều chỉnh tăng chi phí tiền sử dụng đất tại dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng theo số liệu thực tế. Hiện tại, KDH đang được giao dịch ở mức P/B forward 2025 là 2.0x và P/B trailing 2.1x – thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm (2.2x).

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25F	31/12/26F
Doanh thu thuần	2,088	3,279	5,228	9,617
Lợi nhuận ròng	716	810	1,068	1,665
Tăng trưởng doanh thu thuần	-28%	57%	59%	84%
Tăng trưởng LN ròng	-35%	13%	32%	56%
Biên LN gộp	76%	53%	61%	64%
Biên EBITDA	51%	32%	42%	46%
ROAE	4.6%	4.2%	5.0%	6.7%
ROAA	2.7%	2.6%	3.0%	4.0%
EPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	638	722	951	1,483
BVPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	11,986	15,500	16,504	17,872

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

43,200 VNĐ

Tiềm năng tăng giá

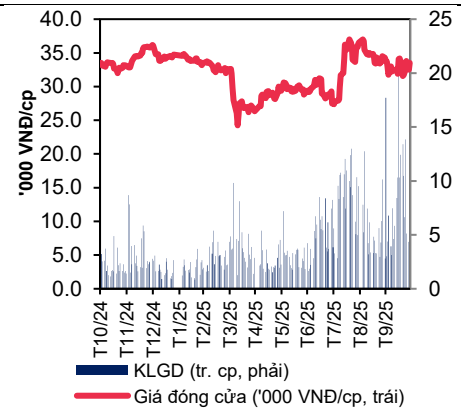
20.8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Tăng giá mục tiêu thêm 20% so với giá mục tiêu tại báo cáo gần nhất

Tăng dự báo LN 2025-2026 thêm lần lượt 1% và 24% sv dự phóng cũ

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	35,750
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	37,000
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	22,028
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	40,231
P/E (TTM)	40.1
P/B	2.1
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	26.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Tiên Lộc	11.3%
CTCP Dịch vụ Tư vấn Đầu tư Gam Ma	7.6%
CTCP Đầu tư Thương mại Á Âu	7.6%
Khác	73.5%

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

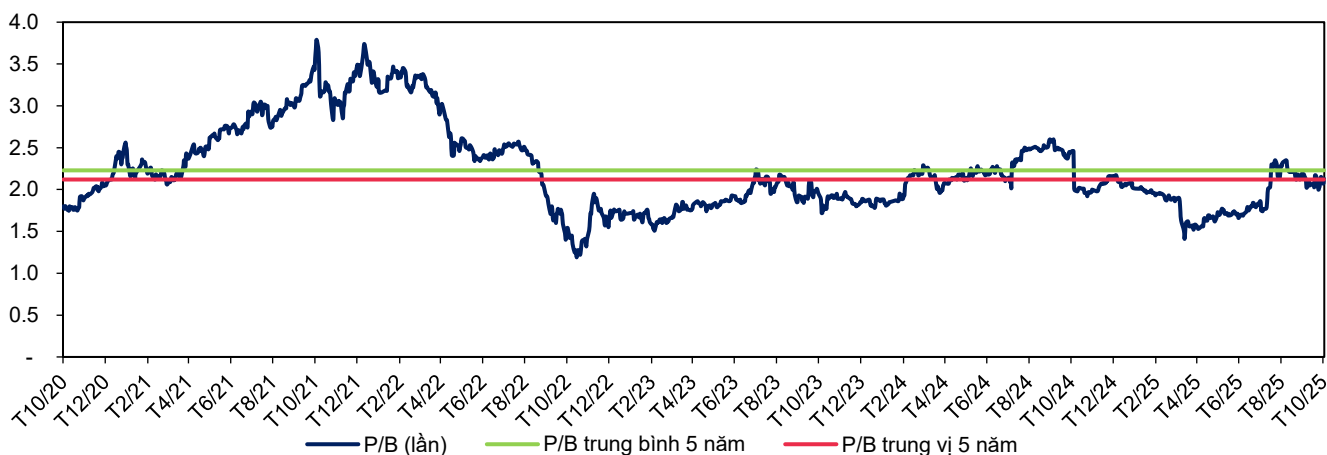
CTCP ĐT và KD Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Cụm dự án Gladia là động lực cho lợi nhuận giai đoạn 2025-2026: Trong Q3/2025 vừa qua, các sản phẩm thấp tầng giai đoạn 1 của Gladia đã được mở bán và bàn giao, ghi nhận những tín hiệu tích cực về khả năng hấp thụ và giá bán, kéo theo biên lợi nhuận gộp được ghi nhận ở mức cao (~70%). Chúng tôi kỳ vọng các giai đoạn tiếp theo của dự án cũng sẽ nhận được tỷ lệ hấp thụ cao với mức giá bán tốt, là động lực để doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2025-2026 và là nền tảng để có nguồn lực tiếp tục triển khai các dự án như Bình Trưng – Bình Trưng Đông, Tân Tạo hay Phong Phú 2 (Green Village). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của KDH trong GĐ 2025-2026 sẽ tăng trưởng lần lượt 32% - 56% svck.
- Dự thảo sửa đổi Luật Đất đai 2024 - có thể tác động tích cực đến tiến độ pháp lý tại dự án KDC Tân Tạo nếu được thông qua: Trong tháng 8/2025, Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đất đai đã được đưa ra, trong đó đáng chú ý, khoản 34 đề cập đến cơ chế “thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%”. Chúng tôi cho rằng nếu Dự thảo trên được thông qua, các dự án gặp vướng mắc về giải phóng mặt bằng như KDC Tân Tạo (đã hoàn thành giải phóng 85% mặt bằng) sẽ có cơ sở pháp lý để đẩy nhanh triển khai dự án, do đó xứng đáng nhận mức chiết khấu thấp hơn trong định giá. Chúng tôi giảm mức chiết khấu đối với dự án Tân Tạo từ 10% về 5% dựa trên tín hiệu tích cực từ các cơ chế liên quan đối với các dự án gặp vướng mắc trong quá trình GPMB, tuy nhiên sẽ không loại bỏ hoàn toàn chiết khấu với dự án.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho KDH với giá mục tiêu mới là 43,200 VNĐ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 20.8%. Giá mục tiêu này cao hơn 20% so với giá mục tiêu gần nhất do chúng tôi: (1) tăng giá bán dự phóng tại Gladia, (2) áp dụng mức chiết khấu thấp hơn cho dự án Tân Tạo, nhờ kỳ vọng tiến triển tích cực hơn tại dự án này, bù đắp cho tác động tiêu cực của việc điều chỉnh tăng chi phí tiền sử dụng đất tại dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng theo số liệu thực tế.

Hình 1: KDH hiện đang được giao dịch với mức P/B tương đương P/B trung vị 5 năm nhưng thấp hơn P/B trung bình 5 năm, trong khi lợi nhuận có khả năng thiết lập nền cao mới



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Định giá

Hình 2: Tóm tắt định giá

Dự án	PP định giá	NPV dự phóng (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế (tỷ VNĐ)	Lưu ý
Cụm dự án Gladia	DCF	10,821	51%	5,519	Tăng 7% giá bán dự phóng tại Gladia so với dự phóng cũ
The Solina	DCF	3,090	100%	3,090	
Green Village	BV	4,661	100%	4,661	
Tân Tạo	DCF	25,352	100%	25,352	Giảm chiết khấu từ 10% xuống 5% nhờ tín hiệu pháp lý tích cực
KCN Lê Minh Xuân	DCF	1,982	100%	1,982	Tăng tiền sử dụng đất lên 2,689 tỷ VNĐ theo số liệu thực tế
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	BV	7,146	100%	7,146	
Khác	BV	2,742	100%	2,742	
Tổng giá trị				50,491	
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				6,001	
(-) Nợ vay				8,052	
Giá trị tài sản ròng - RNAV				48,440	
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				1,122	
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				43,200	
Giá hiện tại (VNĐ/cp, 30/10/2025)				35,750	
Tiềm năng tăng giá				20.8%	

Chi phí VCSH		WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí nợ	9.0%
Beta	1.10	Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%	WACC	11.9%
Chi phí VCSH	12.9%		

Rủi ro giảm giá:

- Tiến độ pháp lý của các dự án Tân Tạo, Green Village hay Lê Minh Xuân không diễn ra nhanh như dự kiến.
- Tiền sử dụng đất của các dự án trong dự phóng cao hơn dự kiến.
- Hoạt động bán hàng tại các giai đoạn sau của Gladia không tích cực như giai đoạn trước.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
					2025F	2026F	2025F	2026F
CTCP Vinhomes	VHM	422,653	14.9	2.0	7.3	5.6	16.6	14.8
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	22,585	109.0	1.9	3.4	6.5	7.1	12.8
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	21,346	59.4	1.7	1.0	1.6	2.3	3.3
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	15,114	22.3	1.5	2.4	2.3	4.9	4.9
Trung bình			51.4	1.8	3.5	4.0	7.7	9.0

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	40,231	40.1	2.1	3.0%	4.0%	5.0%	6.7%
--	-----	--------	------	-----	------	------	------	------

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD Q3/2025 và 9T25: Đã ghi nhận lợi nhuận từ bàn giao các sản phẩm đợt 1 của dự án Gladia

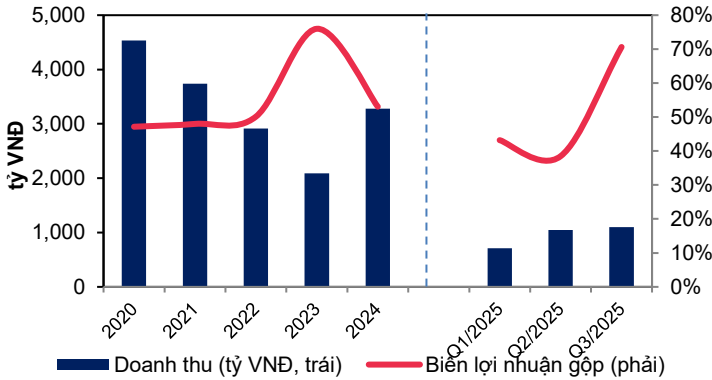
Kết quả kinh doanh Q3/2025 và 9T25 của Khang Điền

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q3/2025 và 9T25 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q3/2025	% svck	% sv quý trước	9T2025	% svck	% sv dự phóng cũ	Đánh giá
Doanh thu	1,098	134%	335%	2,857	132%	48%	Doanh thu tăng mạnh svck và so với quý trước khi đã qua khoảng trống bàn giao, Q3/2025 KDH ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm thấp tầng mở bán giai đoạn 1 của dự án Gladia.
Lợi nhuận gộp	776	166%	392%	1,486	79%	45%	
Biên lợi nhuận gộp	70.7%	8.5 đpt	8.2 đpt	52.0%	-15.6 đpt	-3.8 đpt	Biên LNG quý 3 cao hơn dự kiến nhờ giá bán tại Gladia tích cực, các sản phẩm thấp tầng có giá bán khoảng 250 triệu VNĐ/m². Biên lợi nhuận gộp 9T25 thấp hơn dự phóng cũ do chưa ghi nhận đầy đủ đóng góp từ Gladia, vẫn có đóng góp từ Privia – dự án các sản phẩm cao tầng với biên LNG thấp hơn.
Chi phí quản lý và bán hàng	119	7%	78%	348	73%	45%	Chi phí quản lý và bán hàng tăng hợp lý theo doanh thu.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	10.9%	-0.7 đpt	-15.7 đpt	12.2%	-4.1 đpt	-0.9 đpt	
Thu nhập tài chính	5	-70%	-34%	29	-4%	43%	Thu nhập tài chính giảm svck tuy nhiên không đáng kể so với quy mô lợi nhuận gộp.
Chi phí tài chính	3	-95%	-79%	104	131%	-34%	Chiết khấu thanh toán giảm trong bối cảnh 80% doanh thu là khoản phải thu.
Thu nhập khác	(5)	-78%	-54%	(7)	n/a	8%	
Lợi nhuận từ LDLK	-	n/a	n/a	(7)	n/a	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	654	464%	582%	1,055	93%	48%	
Lợi nhuận sau thuế	526	730%	693%	841	105%	48%	Lợi nhuận quý 3 cao hơn dự kiến của chúng tôi do KDH đã ghi nhận lợi nhuận từ dự án Gladia sớm hơn dự kiến. Việc tiếp tục mở bán và bàn giao giai đoạn tiếp theo của Gladia sẽ là động lực giúp doanh nghiệp hoàn thành kế hoạch năm.
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	236	279%	235%	557	35%	57%	Tỷ lệ sở hữu tại Gladia chỉ là 51% kéo theo lợi ích của cổ đông không kiểm soát khá lớn, tuy nhiên đây vẫn là kết quả rất tích cực với doanh nghiệp.

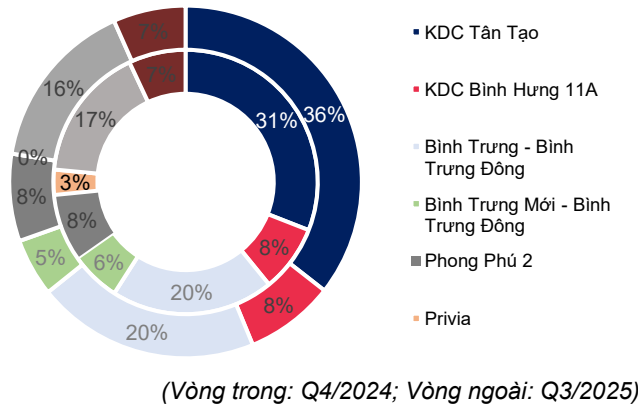
Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 5: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của KDH



Nguồn: KDH, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu hàng tồn kho



Nguồn: KDH, MBS Research

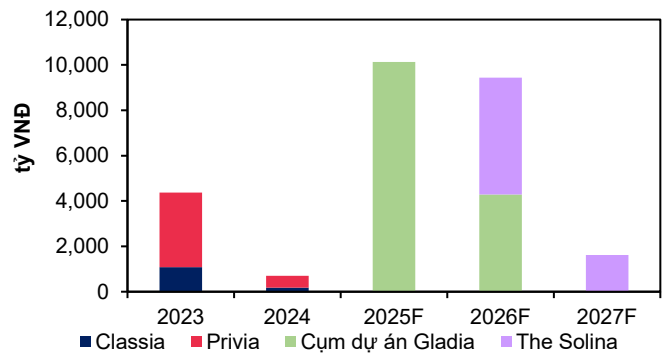
Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận 2025-2026 do điều chỉnh giá bán và tiến độ bàn giao tại Gladia

Hình 7: Dự phóng của MBS về KQKD của KDH giai đoạn 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	% sv DP cũ	2026F	% svck	% sv DP cũ	Đánh giá
Doanh thu	3,279	5,228	59%	-2%	9,617	84%	62%	Điều chỉnh tăng giá bán các sản phẩm thấp tầng tại Gladia cho phù hợp với thực tế, nhưng điều chỉnh chậm tiến độ mở bán và bàn giao sang năm 2026 do tình hình mở bán thực tế chậm hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	1,740	3,169	82%	11%	6,164	95%	95%	
Biên lợi nhuận gộp	53.1%	60.6%	7.5 đpt	7.3 đpt	64.1%	3.5 đpt	11 đpt	Biên lợi nhuận tăng so với dự phóng cũ do điều chỉnh tăng giá bán dự phóng của Gladia thêm 7% sv dự phóng cũ.
Chi phí quản lý và bán hàng	432	681	58%	5%	1,290	89%	64%	Chi phí bán hàng điều chỉnh tăng hợp lý theo doanh thu.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	13.2%	13.0%	-0.1 đpt	0.8 đpt	13.4%	0.4 đpt	0.2 đpt	
Thu nhập tài chính	38	58	53%	41%	113	94%	146%	
Chi phí tài chính	(216)	(261)	21%	63%	(385)	47%	116%	Điều chỉnh tăng dự phóng các khoản chiết khấu thanh toán
Thu nhập khác	(79)	(80)	2%	n/a	(148)	84%	n/a	
Lợi nhuận từ LDLK	-	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	1,051	2,204	110%	36%	4,454	102%	155%	
Lợi nhuận sau thuế	804	1,763	119%	9%	3,563	102%	104%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	810	1,068	32%	1%	1,665	56%	24%	Điều chỉnh lợi nhuận hợp lý theo mức điều chỉnh tiến độ bàn giao Gladia.

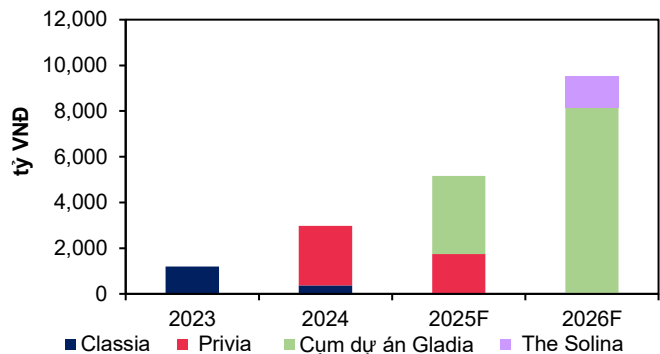
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 8: Dự phóng cơ cấu doanh số ký bán – presale theo dự án



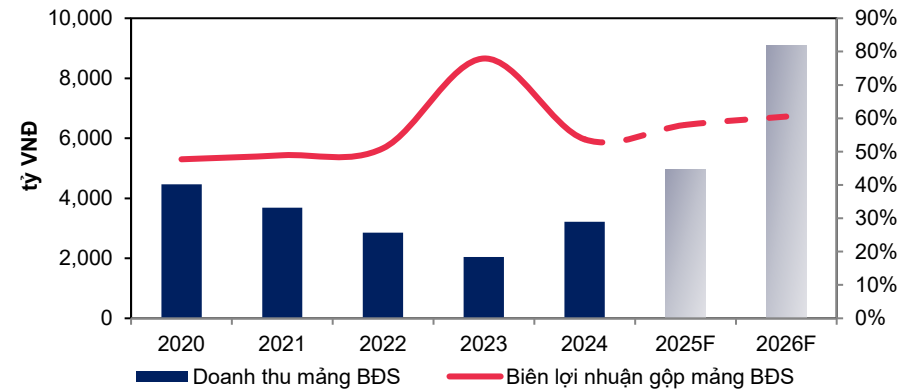
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 9: Dự phóng giá trị bàn giao theo dự án



Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 10: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng BĐS của KDH



Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

Tín hiệu tích cực từ đợt mở bán các sản phẩm thấp tầng tại Gladia

Ngày 5/10/2025, dự án Gladia của KDH đã được mở bán giai đoạn đầu tiên bao gồm 67 sản phẩm thấp tầng, đạt tỷ lệ hấp thụ 100%, giá bán trung bình lên tới 250 triệu VNĐ/m² và cao hơn 13.6% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Trong quý 4/2025, giai đoạn 2 với các sản phẩm thấp tầng dự kiến mở bán và được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ vị trí tương đối thuận lợi tại khu vực TP. Hồ Chí Minh – địa phương hội tụ nhiều yếu tố để trở thành siêu đô thị mới tại khu vực Đông Nam Á.

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng giá bán các sản phẩm tại Gladia phù hợp với thực tế, tuy nhiên điều chỉnh chậm tiến độ bàn giao tại dự án này do hoạt động mở bán diễn ra chậm hơn so với kỳ vọng. Lợi nhuận của dự án này được kỳ vọng đóng góp rõ ràng hơn vào năm 2026 với hoạt động mở bán và bàn giao tích cực hơn của cả các sản phẩm thấp tầng và cao tầng. Theo đó, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ giai đoạn 2025-2026 của KDH được điều chỉnh lần lượt giảm 7% và tăng 5% so với dự phóng cũ trước đó của chúng tôi.

Dự thảo sửa đổi Luật Đất đai 2024: Có thể tác động tích cực đến tiến độ pháp lý tại dự án KDC Tân Tạo

Trong tháng 8/2025, Bộ Nông nghiệp và Môi trường đã gửi Bộ Tư pháp thẩm định Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đất đai, trong đó bổ sung 3 trường hợp về thu hồi đất để phát triển kinh tế - xã hội vì lợi ích quốc gia, công cộng (bổ sung các khoản 33, 34, và 35 vào Điều 79). Đáng chú ý, khoản 34 đề cập đến cơ chế “thu hồi đất khi vượt ngưỡng đồng thuận 75%”, cụ thể như sau: *“Trường hợp sử dụng đất để thực hiện dự án phát triển kinh tế - xã hội thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất quy định tại Điều 127 của Luật này mà hết thời hạn phải hoàn thành việc thỏa thuận ghi trong văn bản chấp thuận của Chủ tịch Ủy ban nhân dân cấp có thẩm quyền về việc thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc hết thời gian gia hạn nếu được gia hạn thời gian hoàn thành việc thỏa thuận để thực hiện dự án và chủ đầu tư đã thỏa thuận được trên 75% diện tích đất hoặc đã thỏa thuận được với trên 75% số lượng người sử dụng đất (Phương án 2: bổ sung “chiếm trên 50% diện tích đất”) trong phạm vi thực hiện dự án thì Nhà nước thu hồi phần diện tích đất còn lại để giao đất, cho thuê đất cho chủ đầu tư”*.

Hiện tại, dự án KDC Tân Tạo của KDH đã thực hiện giải phóng xong khoảng 85% diện tích mặt bằng, thỏa mãn điều kiện của cơ chế nói trên. Chúng tôi cho rằng nếu Dự thảo trên được thông qua, các dự án gặp vướng mắc về giải phóng mặt bằng như KDC Tân Tạo sẽ có cơ sở pháp lý để giải phóng nốt phần mặt bằng còn lại và triển khai dự án, do đó xứng đáng được nhận mức chiết khấu thấp hơn trong định giá. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng: (1) Dự thảo sửa đổi Luật Đất đai này khả năng cao sẽ chưa được thông qua trong Kỳ họp thứ 10 Quốc hội khóa XV, do đó dự án chưa đẩy nhanh thể triển khai trong ngắn hạn, (2) Bản thân khoản 34 nói trên có nhiều vấn đề như khó khăn trong xác định người sử dụng đất, hay tạo áp lực tâm lý cho chủ đất đặc biệt là nhóm có lợi ích kinh tế lớn hơn nhóm còn lại trong cùng dự án. Hơn nữa, ngay cả khi dự thảo được thông qua, việc tiến hành thu hồi phần diện tích đất còn lại với những dự án quy mô lớn như Tân Tạo (320ha) là không hề đơn giản. Điều này dẫn đến việc chúng tôi sẽ không loại bỏ hoàn toàn chiết khấu với dự án Tân Tạo, mà chỉ giảm mức chiết khấu từ 10% về 5%, dựa trên tín hiệu tích cực từ các cơ chế liên quan đối với các dự án gặp vướng mắc trong quá trình giải phóng mặt bằng.

Hình 11: Tiến độ pháp lý các dự án của KDH

STT	Dự án	Quy mô	Giấy phép đầu tư	Quy hoạch 1/500	Giải phóng mặt bằng	Bàn giao đất	Thanh toán tiền SD đất	GPXD	Lưu ý
1	Privia		x	x	x	x	x	x	Bắt đầu bàn giao từ T10/2024, đã hoàn tất bàn giao trong Q2/2025.
2	Cụm dự án Gladia		x	x	x	x	x	x	Đã bắt đầu mở bán các sản phẩm thấp tầng trong Q3/2025.
3	The Solina		x	x	x (*)	x (*)	x (*)	x (*)	(*) Hoàn thành cho giai đoạn 1
4	Green Village – KDC Phong Phú 2				x				Mới hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng
5	Tân Tạo Mega Township		x	x					Đã thực hiện 85% công tác giải phóng mặt bằng
6	KCN Lê Minh Xuân mở rộng		x	x	x (*)	x (*)		x (*)	(*) Hoàn thành cho giai đoạn 1

Nguồn: KDH, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 12: Dự phóng thời gian mở bán và bàn giao các dự án của KDH

S TT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	2023	2024	2025	2026	2027	Sau 2027
1	Classia	100%						
2	The Privia	100%						
3	Cụm dự án Gladia	51%						
4	The Solina (Bình Chánh)	100%						
5	Tân Tạo Mega Township (Bình Tân)	100%						
6	Green Village (KDC Phong Phú 2)	100%						
7	KCN Lê Minh Xuân mở rộng	100%						

Chú thích: Mở bán: Bàn giao

Nguồn: KDH, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Phụ lục

Hình 13: Thông tin tiến độ dự án



Tên dự án: Privia

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Đường An Dương Vương, Quận Bình Tân (cũ), TP. HCM
- Quy mô: 18 ha
- Dòng sản phẩm chính: Chung cư (1043 căn)

Tiến độ:

- Hoàn thiện xây dựng, đã bắt đầu bàn giao sản phẩm từ T10/2024.
- Đến hết Q2/2025, đã hoàn thành bàn giao sản phẩm



Tên dự án: Cụm dự án Gladia

- Tỷ lệ sở hữu: 51% (hợp tác với Keppel Land – Singapore)
- Vị trí: Phường Bình Trưng, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 5.8 ha (Clarita), 6.1 ha (Emeria)
- Dòng sản phẩm chính: Biệt thự, nhà liền kề (Clarita: ~159 sp thấp tầng, Emeria: ~67 sp thấp tầng), chung cư (~600 sp)

Tiến độ:

- Khởi công từ Q4/2023, nhận giấy phép mở bán từ T7/2025.
- Đã mở bán giai đoạn 1 vào ngày 5/10/2025, dự kiến sẽ tiếp tục mở bán GD2 trong Q4/2025.



Tên dự án: The Solina

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: KDC 11A, Bình Hưng, Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 16.4 ha, gồm 2 giai đoạn (GD1: 14 ha, GD2: 2.4 ha)
- Dòng sản phẩm chính: Nhà phố (268 căn), biệt thự (38 căn), căn hộ (1500 căn)

Tiến độ:

- Đã có quy hoạch 1/500, trả tiền sử dụng đất giai đoạn 1 và nhận giấy phép xây dựng hạ tầng.
- Kỳ vọng triển khai xây dựng phân khu thấp tầng vào mở bán vào đầu năm 2026.



Tên dự án: KDC Phong Phú 2 (Green Village)

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 132.9 ha
- Dòng sản phẩm chính: Nhà thấp tầng & căn hộ
- Tiến độ: Đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, đang xin giấy chứng nhận quyền sử dụng đất



Tên dự án: Tân Tạo Mega Township

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Tân, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 330 ha
- Dòng sản phẩm chính: Nhà thấp tầng & Căn hộ
- Tiến độ: Đã có Chủ trương đầu tư, Quy hoạch 1/500 và hoàn thành khoảng 85% công tác giải phóng mặt bằng.



Tên dự án: KCN Lê Minh Xuân

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bình Chánh, TP. Hồ Chí Minh
- Quy mô: 109.9 ha chia làm 3 giai đoạn (GD1: 89 ha)
- Dòng sản phẩm chính: BĐS khu công nghiệp
- Tiến độ: GD1 đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và đã nhận được giấy phép xây dựng hạ tầng. GD2 và GD3 đang tiến hành giải phóng mặt bằng.

Nguồn: MBS Research tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,088	3,279	5,228	9,617	LN trước thuế	1,069	1,051	2,204	4,454
Giá vốn hàng bán	(501)	(1,539)	(2,059)	(3,453)	Khấu hao	(5)	14	15	17
Lợi nhuận gộp	1,587	1,740	3,169	6,164	CP lãi vay	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(205)	(209)	(340)	(638)	Các khoản điều chỉnh khác	(50)	(38)	(2)	(4)
Chi phí bán hàng	(162)	(223)	(341)	(652)	Thay đổi VLD	(2,558)	(4,675)	(1,603)	(5,376)
LN từ HĐKD	1,220	1,308	2,488	4,874	LCTT từ HĐKD	(1,543)	(3,648)	615	(909)
EBITDA thuần	1,215	1,321	2,503	4,890	Đầu tư TSCĐ	(194)	(100)	(73)	(96)
LN trước thuế & lãi vay	1,220	1,308	2,488	4,874	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(22)	-	-	-
Thu nhập lãi	50	38	58	113	Khác	3,029	(818)	158	(723)
Chi phí tài chính	(148)	(216)	(261)	(385)	LCTT từ đầu tư	2,813	(918)	85	(819)
Thu nhập ròng khác	(53)	(79)	(80)	(148)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	132	3,179	1,151	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	(425)	752	954	1,691
LN trước thuế	1,069	1,051	2,204	4,454	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(26)	(94)
Thuế TNDN	(340)	(247)	(441)	(891)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	730	804	1,763	3,563	LCTT từ hoạt động TC	(293)	3,932	2,078	1,597
Lợi ích cổ đông thiểu số	(14)	7	(696)	(1,899)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,753	3,730	3,096	5,873
Lợi nhuận ròng	716	810	1,068	1,665	LC tiền thuần trong năm	977	(634)	2,778	(132)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,730	3,096	5,873	5,742
Lợi nhuận giữ lại	716	810	1,068	1,665					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	3,730	3,096	5,873	5,742	Tăng trưởng doanh thu thuần	-28%	57%	59%	84%
Đầu tư ngắn hạn	9	277	127	234	Tăng trưởng EBITDA	50%	9%	89%	95%
Phải thu khách hàng	1,831	3,018	4,696	8,638	Tăng trưởng LN từ HĐKD	115%	107%	190%	196%
Hàng tồn kho	18,787	22,178	22,992	23,648	Tăng trưởng LN trước thuế	-24%	-2%	110%	102%
Tổng tài sản ngắn hạn	24,737	28,844	34,192	39,191	Tăng trưởng LN ròng	-35%	13%	32%	56%
Tài sản cố định	81	73	85	100	Tăng trưởng EPS	-35%	13%	32%	56%
Xây dựng cơ bản dở dang	933	1,028	1,074	1,138	Biên LN gộp	76%	53%	61%	64%
BĐS đầu tư	131	233	233	233	Biên EBITDA	51%	32%	42%	46%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	34%	25%	20%	17%
Đầu tư vào công ty LD, LK	12	-	-	-	ROAE	4.6%	4.2%	5.0%	6.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	511	511	430	942	ROAA	2.7%	2.6%	3.0%	4.0%
Tổng tài sản dài hạn	1,744	1,914	1,966	2,666	ROIC	3.3%	3.1%	3.6%	4.8%
Tổng tài sản	26,481	30,758	36,158	41,857					
Vay & nợ ngắn hạn	1,444	1,100	852	1,675	Vòng quay tài sản	8%	11%	14%	23%
Phải trả người bán	92	288	58	88	Tổng nợ vay/VCSH	41%	36%	38%	39%
Phải trả ngắn hạn khác	3,809	2,794	4,583	5,092	Nợ vay ròng/VCSH	17%	21%	10%	16%
Tổng nợ ngắn hạn	5,346	4,182	5,493	6,855	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10%	13%	6%	10%
Vay & nợ dài hạn	4,901	5,998	7,200	8,068	Khả năng thanh toán lãi vay	n/a	n/a	n/a	n/a
Các khoản phải trả khác	711	1,124	1,178	1,213	Số ngày phải thu	320	336	328	328
Tổng nợ dài hạn	5,612	7,122	8,378	9,281	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	13,683	5,260	4,075	2,500
Tổng nợ	7,057	8,222	9,230	10,956	Số ngày phải trả tiền bán	67	68	10	9
Vốn điều lệ	7,993	10,111	11,222	11,222	Khả năng thanh toán ngắn hạn	4.6	6.9	6.2	5.7
Thặng dư vốn cổ phần	1,339	3,314	3,353	3,353	Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.6	2.0	2.3
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.7	0.8	1.1	0.9
LN giữ lại	3,766	3,618	3,551	5,020	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	352	352	395	461	EPS (*)	638	722	951	1,483
Vốn chủ sở hữu	13,451	17,395	18,521	20,056	BVPS (*)	11,986	15,500	16,504	17,872
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,072	2,059	2,754	4,653	P/E (*)	56.1	49.5	37.6	24.1
Tổng vốn chủ sở hữu	15,523	19,453	21,275	24,709	P/B (*)	3.0	2.3	2.2	2.0
Tổng nợ và VCSH	26,481	30,758	35,146	40,845					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: KDH, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Ô Chợ Dừa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Lý</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản – Vật liệu xây dựng <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>