



KHANG ĐIỀN

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

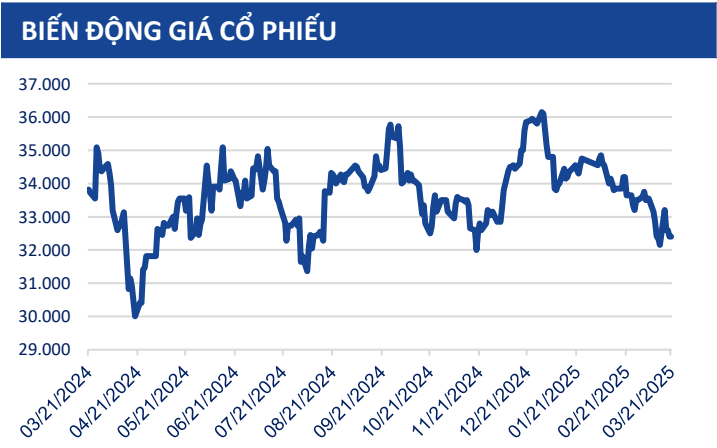
NGÀY CẬP NHẬT: 27/03/2025

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Vùng giá mua	32.000
Giá mục tiêu (đồng)	39.200
Upside tối đa	22,5%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Số lượng CP lưu hành	1.000 triệu
KLGD bình quân 1 tháng	2,78 triệu
Biến động giá 1 tuần	+0,78%
Biến động giá 1 tháng	-3,71%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	32.457,7



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Cụm dự án The Foresta là động lực tăng trưởng chính cho giai đoạn 2025 - 2026. Phân khu thấp tầng The Clarita đã hoàn thiện 95% và dự kiến mở bán vào Q2/2025. Với mức giá chào bán dao động từ 200 triệu - 250 triệu đồng/m², VFS dự phóng rằng dự án The Clarita sẽ đóng góp khoảng 8.800 tỷ đồng doanh thu và 4.660 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.
- Các dự án gối đầu đều là các ví trí vàng tại TP. Hồ Chí Minh, tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Dự án The Solina được đẩy mạnh đầu tư và kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo, qua đó sẽ mang lại 5.500 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2026 – 2027. Bên cạnh đó, KDH đang sở hữu quỹ đất vàng với 600ha bất động sản nhà ở và 100ha khu công nghiệp tại TP. Hồ Chí Minh, đều đang có tiến triển tốt về pháp lý và tiến độ thi công, được kỳ vọng sẽ sớm tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp.

RỦI RO

- Dự án The Clarita mở bán muộn hơn dự kiến và giá bán thấp hơn mức giá kỳ vọng là 250 triệu đồng/m²
- Rủi ro chậm trễ trong việc xin giấy phép xây dựng cho dự án The Solina khiến cho việc mở bán lùi lại sang năm 2027.

Đơn vị: Tỷ đồng

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2.911,96	2.087,77	3.278,58	5.312,92	6.216,11
Lợi nhuận gộp	1.459,52	1.586,64	1.740,25	3.173,41	3.916,15
Chi phí SG&A	-394,41	-366,96	-431,00	-719,90	-856,58
LNST công đồng cty mẹ	1.082,25	729,5	803,07	1.799,77	2.230,83
Biên lợi nhuận gộp	50,12%	76,00%	53,08%	59,73%	63,00%
Biên lợi nhuận ròng	37,17%	34,94%	24,49%	33,88%	35,89%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2024 VÀ CẢ NĂM 2024

KQKD hồi phục nhờ bàn giao dự án The Privia

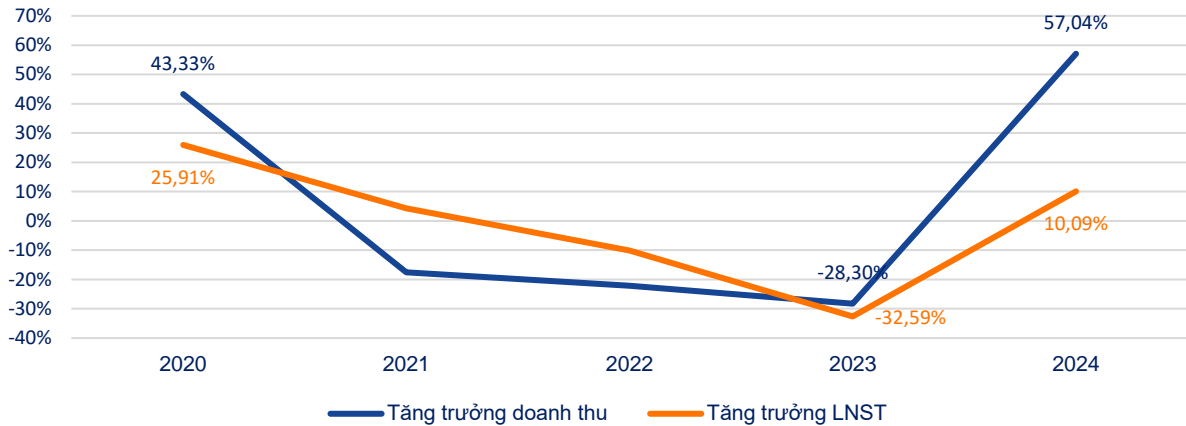
Chỉ tiêu	Q4/2023	Q4/2024	%yoy	2023	2024	%yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	469,48	2.047,53	336,13%	2.087,77	3.278,58	57,04%	Hoàn thành 84% kế hoạch năm và 91% dự phóng của VFS
Doanh thu BĐS	452,88	2.031,87	348,66%	2.040,02	3.221,61	57,92%	Sự tăng trưởng vượt bậc của doanh thu Q4 chủ yếu nhờ việc bàn giao khoảng 800 căn hộ thuộc dự án The Privia, sau đó là bàn giao nốt các sản phẩm thuộc dự án The Classia và chuyển nhượng một số lô đất.
Lợi nhuận gộp	291,63	908,36	211,48%	1.586,64	1.740,25	9,68%	Biên lợi nhuận gộp giảm còn 53%, thấp đáng kể so với mức 76% của năm 2023. Do phần lớn sản phẩm bán giao trong năm 2024 là sản phẩm căn hộ chung cư thuộc dự án The Privia có biên lợi nhuận thấp hơn so với các sản phẩm biệt thự được bán giao tại dự án The Classia trong năm 2023
Biên lợi nhuận gộp	62,12%	44,36%	-17,75pp	76,00%	53,08%	-22,92pp	
Doanh thu hoạt động tài chính	16,20	7,38	-54,43%	49,70	37,32	-24,92%	
Chi phí tài chính	-55,96	-170,82	205,26%	-147,65	-216,02	46,31%	Chi phí tài chính phần lớn đến từ khoản chiết khấu thanh toán, một dạng ưu đãi cho khách hàng; trong khi đó phần lớn chi phí lãi vay đã được vốn hóa. Chi phí lãi vay được vốn hóa trong 2024 là 774 tỷ VND (+2%YoY)
Chi phí SG&A	-111,82	-230,26	105,92%	-366,96	-431,00	17,45%	
Lợi nhuận trước thuế	115,85	504,67	335,63%	1.069,03	1.050,94	-1,69%	
Lợi nhuận sau thuế	63,39	392,60	519,38%	729,50	803,07	10,09%	
Biên LNST	13,50%	19,17%	-5,67pp	34,94%	24,49%	-10,45pp	Hoàn thành 102% kế hoạch năm và 87% dự phóng của VFS

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

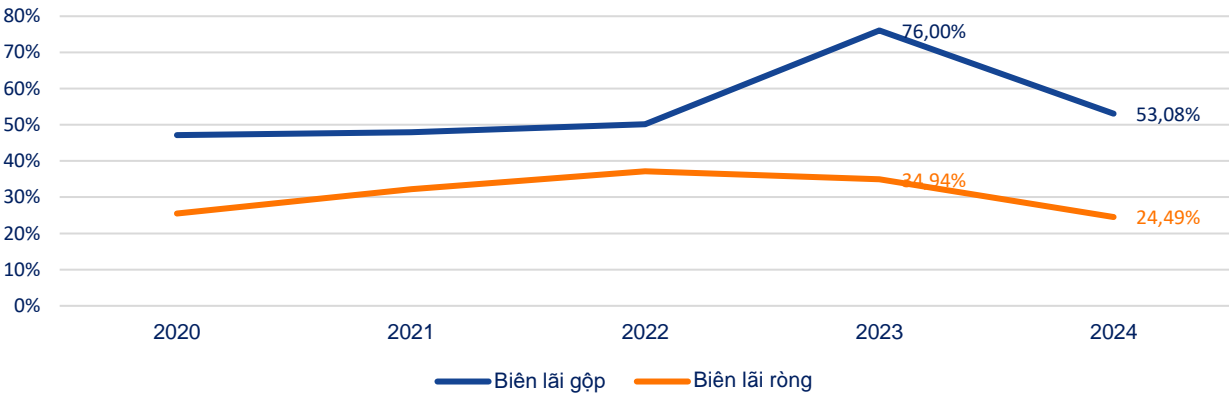
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q4/2024 VÀ CẢ NĂM 2024

KQKD hồi phục nhờ bàn giao dự án The Privia

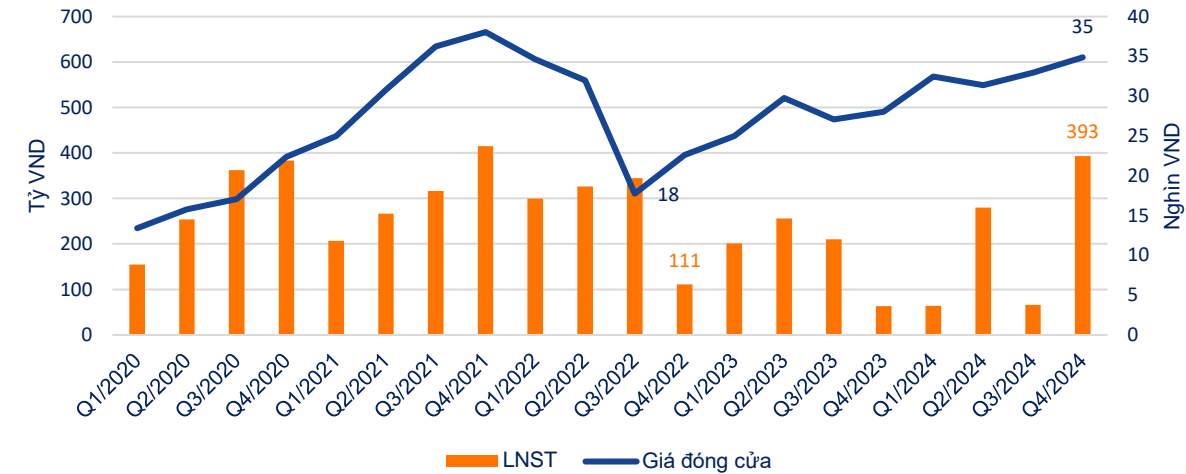
Kết quả kinh doanh bắt đầu có dấu hiệu phục hồi từ 2024



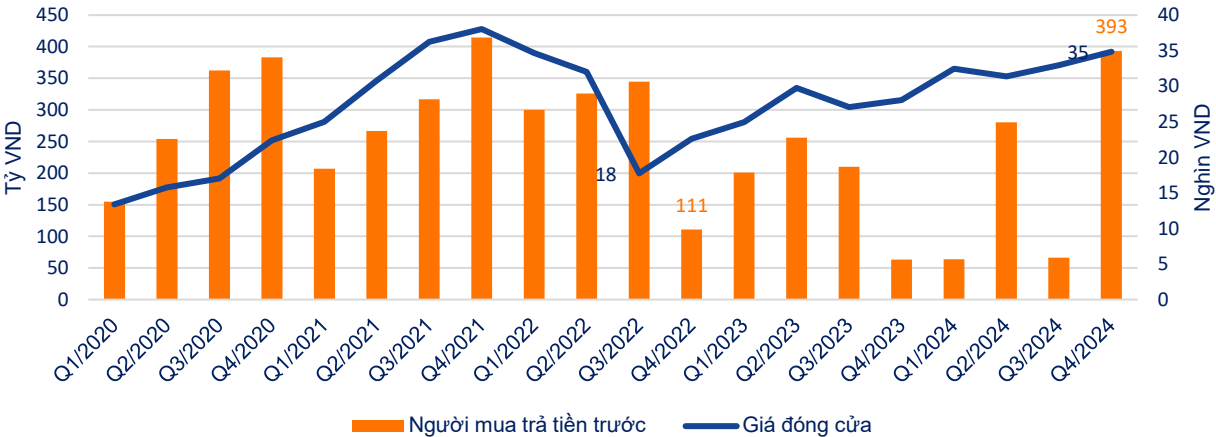
Biên lợi nhuận gộp sụt giảm do chu yếu bàn giao sản phẩm chung cư, có biên lợi nhuận thấp hơn sản phẩm biệt thự



LNST tạo đáy và bắt đầu có xu hướng tăng trở lại



Người mua trả tiền trước cũng có xu hướng tăng trở lại, kết hợp với dự án sắp mở bán sẽ là yếu tố giúp tăng trưởng lợi nhuận



III. ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

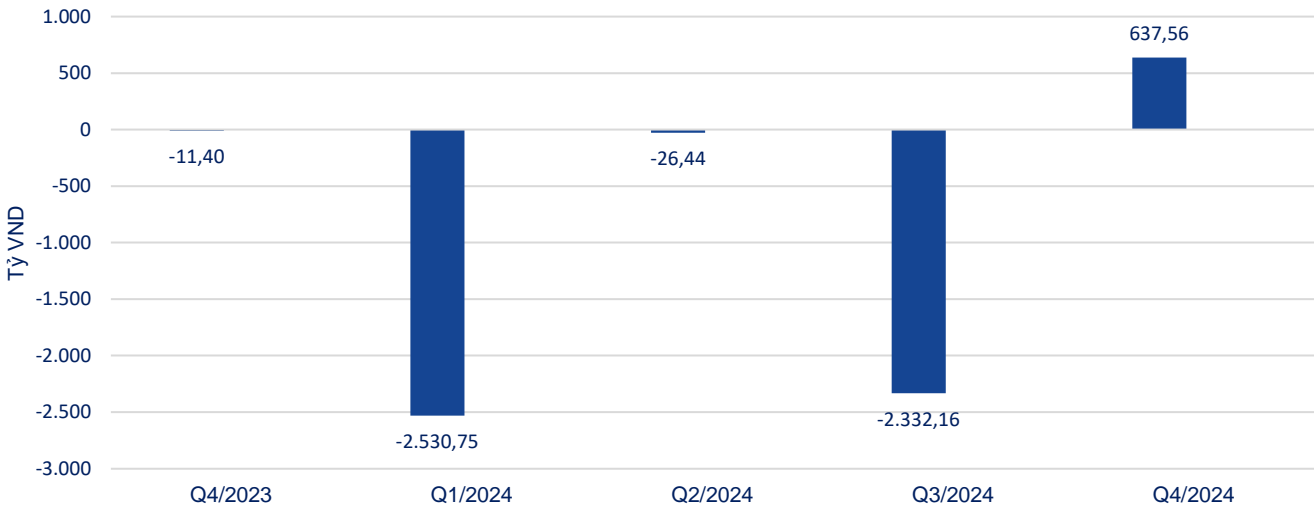
ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Rủi ro đòn bẩy giảm nhờ tăng vốn và dòng tiền dự án phục hồi

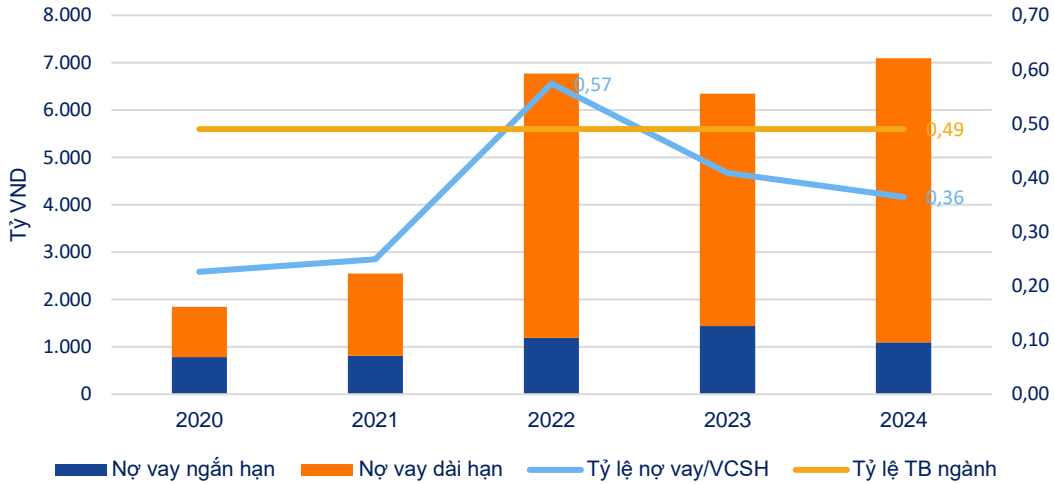
Tỷ lệ nợ vay/VCSH của KDH đã có sự cải thiện rõ nét trong ba năm qua, giảm từ mức cao nhất 0,57 vào năm 2022 xuống còn 0,36 vào năm 2024, qua đó giúp KDH duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn mức trung bình toàn ngành là 0,49. Nguyên nhân chính là do KDH thành công trong việc tăng vốn khoảng 3.000 tỷ đồng vào năm 2024. KDH đã sử dụng nguồn vốn để thanh toán 2.000 tỷ đồng nợ dài hạn đến hạn trả và chuẩn bị đủ vốn tất toán 1.100 tỷ đồng trái phiếu đáo hạn vào tháng 8/2025. Đồng thời, KDH đã vay thêm khoảng 2.000 tỷ đồng nợ dài hạn từ các ngân hàng. Qua đó, doanh nghiệp đã chuyển đổi các khoản nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn mới, trong khi giá trị nợ chỉ tăng nhẹ, giúp giảm đáng kể áp lực thanh toán trong ngắn và trung hạn.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh bắt đầu những hiệu tích cực, khi bắt đầu phục hồi mạnh mẽ với mức dương đạt 637,35 tỷ đồng trong quý 4 năm 2024, nhờ vào việc bàn giao thành công dự án The Privia. Chúng tôi lạc quan rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của KDH sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2025, đặc biệt với kế hoạch mở bán dự án The Clarita.

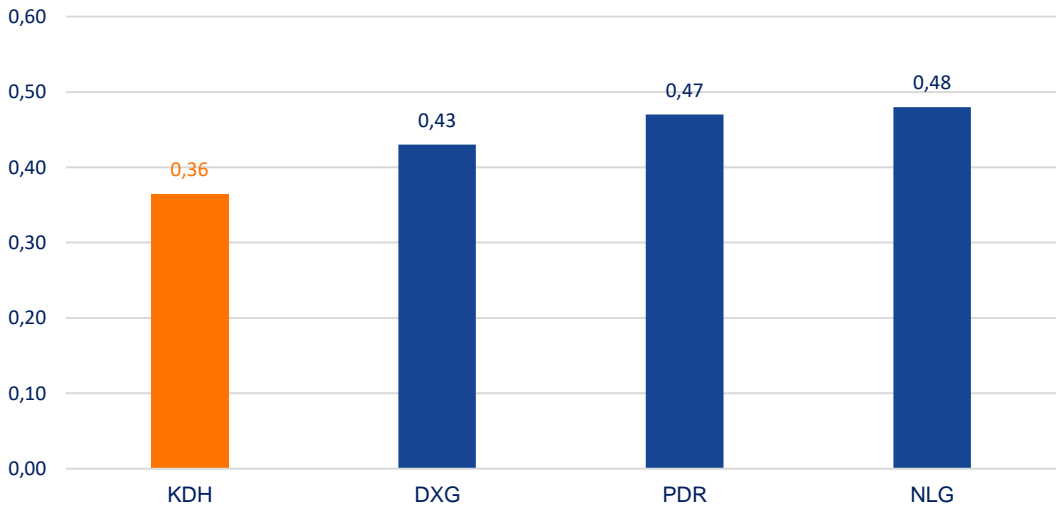
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bắt đầu hồi phục từ Q4/2024



Tỷ lệ nợ vay/VCSH của KDH giai đoạn 2020 - 2024



So sánh tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH với các doanh nghiệp cùng ngành



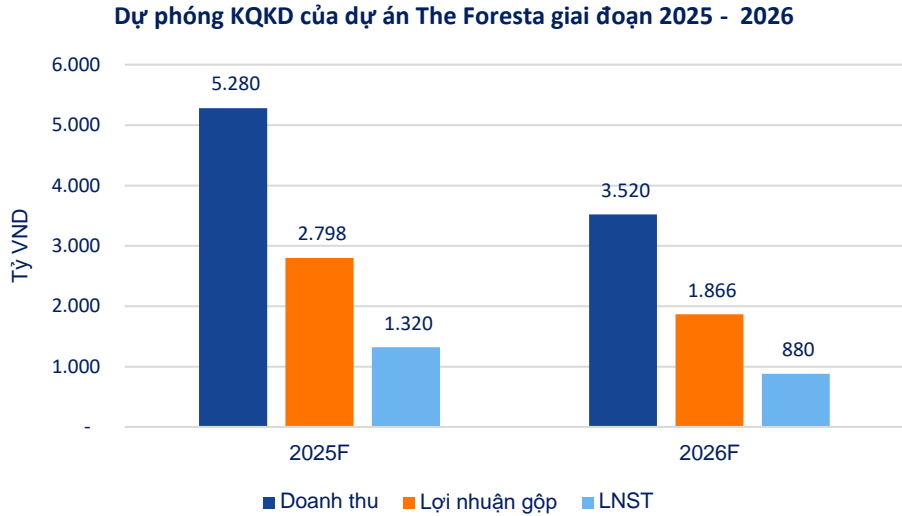
1. CỤM DỰ ÁN THE FORESTA LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH CHO GIAI ĐOẠN 2025 - 2026

Dự án The Clarita đã hoàn thiện 95% và dự kiến mở bán vào Q2/2025

Tổ hợp dự án The Foresta, được phát triển bởi sự liên doanh giữa KDH và Keppel Land, bao gồm hai phân khu: The Clarita (phân khu thấp tầng) và The Emeria (phân khu cao tầng) trên diện tích rộng 11,8 ha, với tổng cộng khoảng 200 căn biệt thự và biệt thự liền kề.

Tính đến ngày 15/03/2025, dự án The Clarita đã hoàn thiện hơn 95%. Đáng chú ý, phần lớn các căn biệt thự và nhà phố đã hoàn thiện phần thô và hiện đang trong quá trình hoàn thiện phần ngoại thất. Hệ thống đường nội khu và vỉa hè cũng đã được hoàn thành một phần, sẵn sàng cho các giai đoạn tiếp theo của dự án.

Dự kiến mở bán và thu về dòng tiền trong Quý 2/2025. Nhằm tận dụng xu hướng phục hồi của thị trường bất động sản khu vực TP.HCM, KDH đang tích cực hoàn thiện dự án và dự kiến sẽ mở bán phân khu thấp tầng The Clarita vào quý 2 năm 2025, với mức giá chào bán dao động từ 200 triệu - 250 triệu đồng/m². Mức giá này được đánh giá là hợp lý, khi so với mức trung bình khoảng 350 triệu đồng/m² cho các sản phẩm biệt thự tại khu vực Quận 2, TP.HCM. Chúng tôi tin rằng dự án sẽ nhận được sự quan tâm cao khi mở bán. VFS dự phóng rằng dự án The Clarita sẽ đóng góp khoảng 8.800 tỷ đồng doanh thu và 4.660 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.

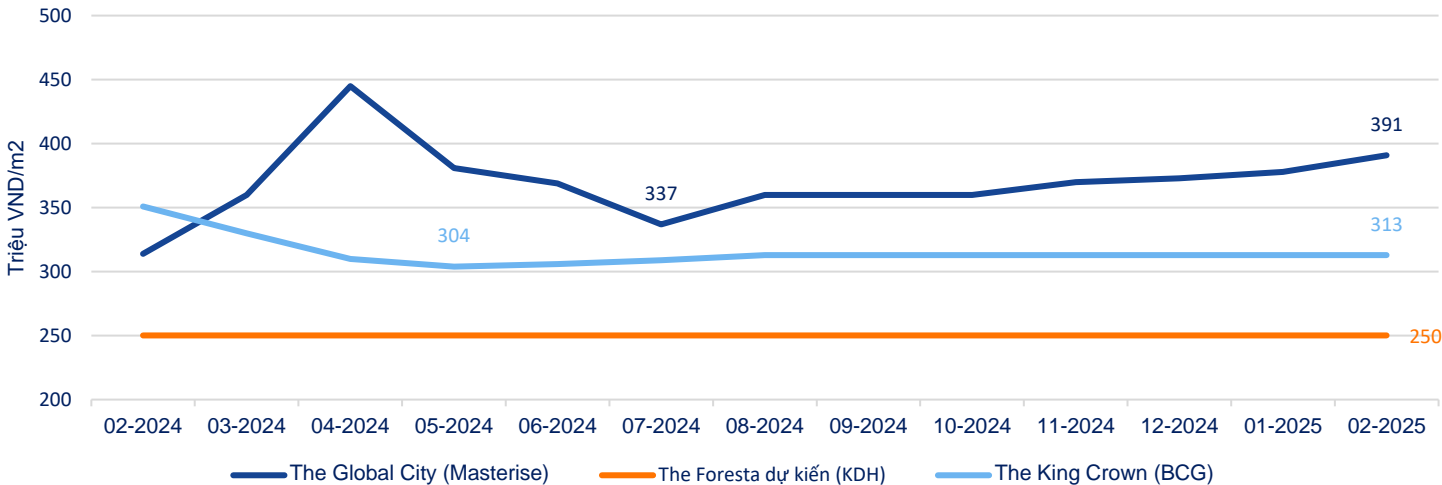


Cập nhật tiến độ dự án The Foresta 15/03/2025



Nguồn: KDH; FiinPro; VFS tổng hợp

Giá bán các sản phẩm biệt thự tại khu vực Quận 2 có dấu hiệu hồi phục trong năm qua và cao hơn giá bán dự kiến của KDH



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

2. CÁC DỰ ÁN GỐI ĐẦU ĐỀU LÀ CÁC VÍ TRÍ VÀNG TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Dự án The Solina được đẩy mạnh đầu tư và kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho giai đoạn 2026 - 2027

The Solina là một dự án chiến lược của KDH trong giai đoạn 2026 – 2027, có vị trí tại huyện Bình Chánh, TP. HCM, với tổng diện tích 16,4 ha. Dự án này được chia thành hai giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 chiếm 13,1 ha và giai đoạn 2 là 3,4 ha.

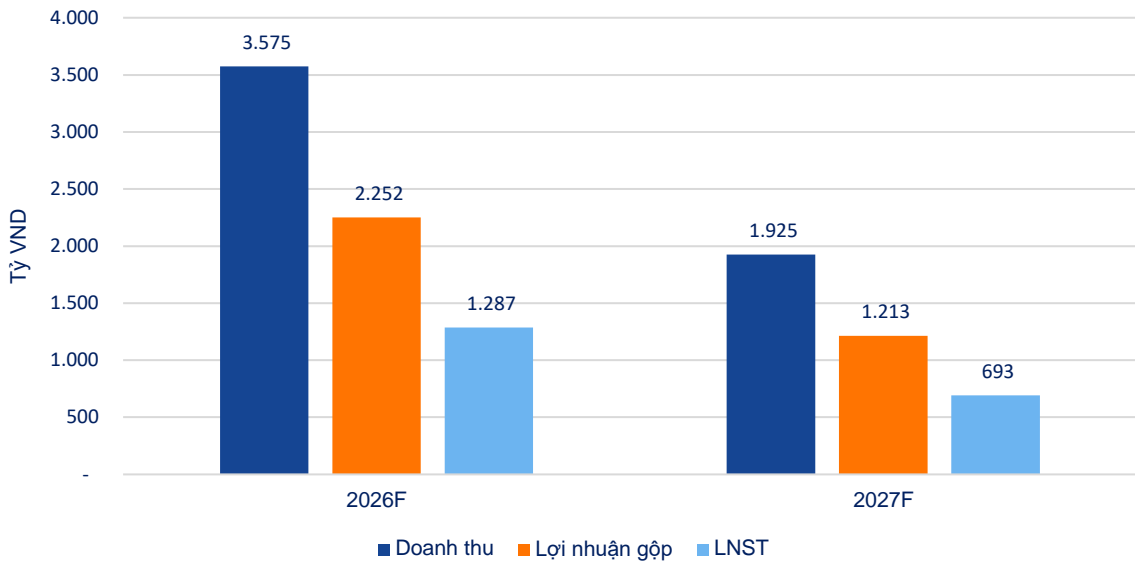
KDH đã thanh toán tiền sử dụng đất cho giai đoạn 1 và đã có giấy phép xây dựng. Theo quy hoạch, giai đoạn 1 sẽ bao gồm 4,33 ha đất dành cho nhà phố và biệt thự, 0,36 ha cho chung cư, và 1,33 ha cho nhà ở xã hội. Hiện tại dự án này đã hoàn thành giải phóng mặt bằng và dự kiến triển khai thi công cho 500 căn biệt thự trong năm 2025. Cụ thể, giá trị hàng tồn kho của dự án này tính đến cuối năm 2024 có giá trị 1.816 tỷ, tăng khoảng 1.200 tỷ so với đầu năm (+196% yoy). Điều này cho thấy quyết tâm hoàn thiện dự án của KDH để kịp thời mở bán sản phẩm vào giai đoạn thị trường bất động sản khu vực phía Nam phục hồi.

The Solina được kỳ vọng sẽ mang lại 5.500 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn 2026 – 2027, với mức giá bán dự kiến khoảng 110 - 150 triệu đồng/m² dành cho lô sản phẩm biệt thự. Sự phát triển của dự án Vinhomes Cần Giờ và các hạ tầng đi kèm tại khu vực phía Nam TP.HCM dự báo sẽ tạo thêm sức hút, làm tăng giá trị và hiệu quả lợi nhuận của dự án. Hơn nữa, kế hoạch chuyển Bình Chánh lên Quận vào năm 2025 cùng tiềm năng phát triển hạ tầng đô thị mới sẽ hỗ trợ tăng trưởng giá đất, đóng góp vào triển vọng phát triển dự án The Solina khi chính thức mở bán.

Cập nhật tiến độ dự án The Solina 08/08/2024



Dự phóng KQKD của dự án The Foresta giai đoạn 2025 - 2026



IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

2. CÁC DỰ ÁN GỐI ĐẦU ĐỀU LÀ VÍ TRÍ VÀNG TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Quỹ đất vàng tại TP. Hồ Chí Minh giúp KDH có tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn

KDH đang sở hữu quỹ đất vàng với 600ha bất động sản nhà ở và 100ha khu công nghiệp tại TP. Hồ Chí Minh, đồng thời có pháp lý rõ ràng, đáp ứng nhu cầu thực tế về nhà ở. Việc thấu tóm CTCP Đầu tư và Xây dựng Bình Chánh trong giai đoạn 2015-2018 đã giúp KDH sở hữu quỹ đất đã được giải phóng mặt bằng tương đối sạch, cho phép doanh nghiệp liên tục có các dự án gổi đầu và có dòng tiền bán hàng liên tục. Bên cạnh đó, các dự án nội thành có khả năng chuyển áp lực chi phí sử dụng đất lên giá bán tốt hơn so với vùng ven.

Dự án KDC Tân Tạo kỳ vọng sẽ gặp thuận lợi hơn trong việc giải phóng mặt bằng, nhờ việc điều chỉnh giá đất sát thực tế hơn. Dự án KDC Tân Tạo có quy mô hơn 300 ha và được đánh giá là động lực kinh doanh chính cho KDH trong dài hạn.

Dự án KCN Lê Minh Xuân dự kiến có thể bắt đầu cho thuê từ 2026. KDH hiện đang tiến hành các thủ tục pháp lý cho dự án mở rộng KCN Lê Minh Xuân giai đoạn 1, với quy mô khoảng 110ha tại Bình Chánh. VFS kỳ vọng rằng KDH sẽ hoàn tất các thủ tục cần thiết và bắt đầu xây dựng trong năm nay, dự kiến mất 1 - 1,5 năm để triển khai hạ tầng. Khi đi vào hoạt động, KCN dự kiến nhanh chóng đạt tỷ lệ lấp đầy cao, góp phần gia tăng doanh thu cho KDH từ năm 2026/2027. Điều này được hỗ trợ bởi thực tế là TP.HCM không có dự án KCN mới trong 10 năm qua và tỷ lệ kín chỗ tại các KCN hiện đang ở mức cao (90%). Ngoài ra, nguồn cung mới tại TP.HCM giai đoạn tới chỉ đạt khoảng 1,759ha.

Dự án	Sản phẩm (% Tỷ lệ hấp thụ)	Giai đoạn mở bán	Giai đoạn bàn giao	Tình trạng pháp lý
Emeria (6,0 ha; sở hữu 51%)	600 căn hộ (0%)	2026F – 2028F	2026F - 2038F	Đang xin giấy phép mở bán. Dự kiến mở bán vào cuối 2024 – đầu 2025.
Clarita (5,8ha; sở hữu 51%)	200 căn thấp tầng (0%)	2025F – 2026F	2025F - 2027F	Đang xin giấy phép mở bán. Dự kiến mở bán vào cuối 2024 – đầu 2025.
The Solina (16,4 ha)	GĐ1: 500 căn thấp tầng (0%)	2026F – 2027F	2027F – 2029F	Đã thanh toán tiền sử dụng đất và đang chờ giấy phép xây dựng
KDC Tân Tạo (329 ha)	Khu dân cư (0%)	2027F – 2034F	2027F – 2034F	Đã có quy hoạch 1/500. Đang trong quá trình đền bù.
Phong Phú 2	Khu dân cư (0%)	Chưa có thông tin	Chưa có thông tin	Đã hoàn thành GPMB. Chưa hoàn thành quy hoạch 1/500.
KCN Lê Minh Xuân (109,9 ha)	Khu công nghiệp (0%)	2025F – 2028F	Có thể cho thuê từ 2026	Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và GPXD Đã đền bù xong và được giao đất GĐ1 ~89ha Đang xác định tiền thuê đất

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2024 - 2025

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2024	2025F		2026F		Diễn giải
		Giá trị	%yoy	Giá trị	%yoy	
Doanh thu thuần	3.278,58	5.312,92	62,05%	6.216,11	17,00%	Doanh thu thuần năm 2024 được dự phóng tăng trưởng 62,05% yoy, nhờ vào việc bàn giao phần còn lại của dự án The Privia và phần lớn từ dự án The Clarita. Doanh thu thuần năm 2026 được dự phóng tăng trưởng 17,00% yoy, nhờ vào việc tiếp tục bàn giao nốt các sản phẩm thuộc dự án The Clarita.
Giá vốn bán hàng	-1.538,33	-2.139,51	39,08%	-2.746,14	28,35%	
Lợi nhuận gộp	1.740,25	3.173,41	82,35%	3.469,98	9,35%	Biên lợi nhuận gộp năm 2025 đạt 59,73%, tăng 6,65 điểm phần trăm so với 2024, nhờ vào việc bàn giao 1 phần các sản phẩm biệt thự thuộc dự án The Clarita có biên cao hơn so với các sản phẩm căn hộ thuộc dự án The Privia
Biên lãi gộp	53,08%	59,73%	+6,65 pp	63,00%	+3,27 pp	Biên lợi nhuận gộp năm 2026 dự phóng đạt 63%, tiếp tục tăng so với năm 2025, do năm 2026 KDH phần lớn bàn giao các sản phẩm biệt thự.
Doanh thu hoạt động tài chính	37,32	71,19	90,76%	63,40	-10,94%	
Chi phí tài chính	-216,02	-217,30	0,59%	-262,94	21,00%	
Chi phí SG&A	-431,00	-719,90	67,03%	-856,58	18,99%	Chi phí SG&A của năm 2025 và 2026 được dự phóng tăng mạnh theo đà tăng của doanh thu, do dự kiến mở bán các dự án trọng điểm.
Lợi nhuận trước thuế	1.050,94	2.307,40	119,56%	2.860,03	23,95%	
Lợi nhuận sau thuế	803,07	1.710,76	113,03%	2.230,83	30,40%	Biên lãi ròng năm 2025 và 2026, được dự phóng cải thiện và lần lượt đạt 33,88% và 35,89%. Biên lãi ròng biến động tương đồng với biên lãi gộp do sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm.
Biên LNST	24,49%	33,88%	9,38 pp	35,89%	2,01 pp	

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi tiến hành định giá KDH bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp RNAV và phương pháp P/E. Giá trị cổ phiếu KDH theo hai phương pháp có mức bình quân là 39.200 VNĐ/cp, cao hơn 22,5% so với mức giá mua. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn. Giá mục tiêu này cao hơn 2% so với giá mục tiêu cũ do dự phóng biên lợi nhuận giai đoạn 2025-2026 cao hơn dự phóng cũ nhờ kỳ vọng tăng giá đất của các dự án biệt thự.

Phương pháp	Giá trị hợp lý của cổ phiếu (VNĐ/Cổ phiếu)	Trọng số
Phương pháp RNAV	38.500	50%
Phương pháp P/B	39.900	50%
Bình quân của 2 phương pháp	39.200	

Đơn vị: Tỷ đồng					Giả định phương pháp P/E	
Phương pháp RNAV	Phương pháp	NPV dự phóng	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế		
Clarita	DCF	3.322	51%	2.200	BVPS forward	19.370
Emeria	DCF	3.171	51%	2.100	P/B mục tiêu (Trung vị 5 năm)	2,06
Phong Phú 2	So sánh	6.147	100%	6.147	Stdev	2,18
The Solina	DCF	3.300	100%	3.300	+1 Stdev	2,71
KCN Lê Minh Xuân	DCF	2.574	100%	2.574	-1 Stdev	1,65
KDC Tân Tạo	So sánh	23.341	100%	23.341	Giá mục tiêu (VNĐ)	39.900
Khác	BV, DCF	3.264	100%	3.264		
Tổng NAV dự án		45.119		42.926		
(+)Tiền và tương đương tiền				3.096		
(-) Tổng nợ vay				7.098		
Giá trị tài sản ròng				38.924		
(/) Số lượng CPLH (tỷ CP)				1,01		
Giá mục tiêu (VNĐ)				38.500		

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.