CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền

Biên lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ bàn giao dự án Gladia

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	1Q-FY26	4Q-FY25	+/- (%QoQ)	1Q-FY25	+/- (%YoY)
Doanh thu thuần	281	1.816	-85%	710	-60%
Lợi nhuận gộp	183	1.289	-86%	307	-40%
LNST-CĐM	281	495	-43%	122	131%
Tỷ suất LNST-CĐM	100%	27%	72,75pps	17%	82,83pps

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Q1/2026: Lợi nhuận được hỗ trợ từ thương vụ M&A

- Trong Q1/2026, KDH ghi nhận doanh thu thuần đạt 281,4 tỷ đồng (-60% YoY), chủ yếu từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia. Dù hoạt động kinh doanh cốt lõi có phần thu hẹp so với cùng kỳ, LNST-CĐM ghi nhận mức tăng trưởng +131% YoY, đạt 281,4 tỷ đồng nhờ khoản lãi từ giao dịch mua rẻ (285,2 tỷ đồng) sau khi hoàn tất nhận chuyển nhượng Công ty CP Phát triển BĐS An Lập.
- Điểm nhấn đáng chú ý ở quý này nằm ở chiến lược mở rộng quỹ đất khi hàng tồn kho tăng lên 29.126 tỷ đồng (+25% QoQ). Bên cạnh việc hợp nhất dự án An Lập - Bình Trưng Đông, KDH tiếp tục đẩy mạnh công tác GPMB và xây dựng tại các dự án trọng điểm như KDC Tân Tạo, KDC Bình Hưng 11A và Phong Phú 2.
- Để tài trợ cho các thương vụ M&A, hoàn thiện pháp lý và hoạt động xây dựng, doanh nghiệp đã gia tăng nợ vay lên mức 15.348 tỷ đồng (+51% so với đầu năm).

Triển vọng 2026-27: Điểm rơi lợi nhuận và đa dạng danh mục sản phẩm

- LNST-CĐM năm 2026 dự kiến đạt 1.460 tỷ đồng (+39,7% YoY) nhờ đóng góp từ việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng còn lại tại dự án Gladia. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt đỉnh ở mức 72,6%. Sang năm 2027, doanh thu và lợi nhuận kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng (LNST-CĐM đạt 1.632 tỷ đồng, +11,8% YoY). Biên lợi nhuận gộp năm 2027 ước tính giảm nhẹ, đạt 64% do thay đổi cơ cấu sản phẩm bàn giao.
- Chuyển dịch cơ cấu doanh số bán hàng (Presales): Hoạt động bán hàng giai đoạn tới sẽ được đa dạng hóa với sự góp mặt của phân khúc cao tầng tại dự án Gladia (616 căn hộ, mở bán từ 2H2026) và mở bán mới tại dự án The Solina (Bình Chánh) vào năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng sự phân hóa danh mục này sẽ giúp KDH duy trì tỷ lệ hấp thụ tốt. Giá trị bán hàng ước tính cho năm 2026 và 2027 lần lượt đạt 7.832 tỷ đồng (+60% YoY) và 6.830 tỷ đồng (-13% YoY).

Quan điểm và khuyến nghị

KDH là nhà phát triển bất động sản lâu năm, có quỹ đất sạch quy mô lớn tại TP.HCM và nền tảng tài chính vững mạnh. Năm 2026, chúng tôi cho rằng bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến tốc độ bán hàng và khả năng hấp thụ các sản phẩm của doanh nghiệp. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng cấu trúc tài chính lành mạnh và lịch sử phát triển minh bạch sẽ giúp doanh nghiệp duy trì được khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay ưu đãi, tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh.

Hoạt động bàn giao sản phẩm tại dự án Gladia (2026-2027), chúng tôi cho rằng doanh nghiệp vẫn có khả năng duy trì tăng trưởng EPS trong hai năm này. Về dài hạn, các đại dự án như The Solina và Tân Tạo khi hoàn tất GPMB và đưa vào kinh doanh sẽ tạo ra sự tăng trưởng cho doanh nghiệp.

*Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tài sản ròng **(RNAV)** để phản ánh giá trị quỹ đất của KDH. Theo đó, giá mục tiêu cho cổ phiếu KDH là **41.500 đồng/cổ phiếu**, tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng 80% so với giá đóng cửa ngày 28/05/2026. Chúng tôi khuyến nghị MUA dành cho các nhà đầu tư dài hạn, khi cổ phiếu đang giao dịch với mức chiết khấu so với tài sản của doanh nghiệp.*

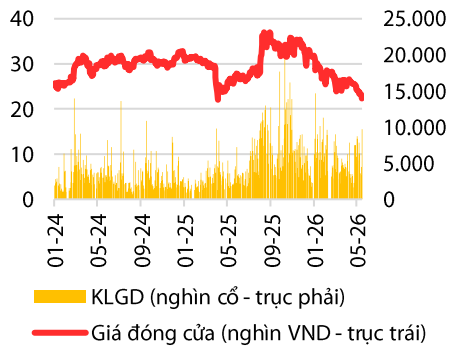
MUA	+80%
Giá thị trường (VND)	23.000
Giá mục tiêu (VND)	41.500
*Cổ tức tiền mặt (VND)**	-

**dự kiến nhận được trong 12 tháng tới*

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.035
SLCPDLH (triệu CP)	1.122
KLGD bình quân 3 tháng	4.867
Free Float (%)	65%
Giá cao nhất 52 tuần	37.000
Giá thấp nhất 52 tuần	22.350
Beta	0,88

	FY2025	Hiện tại
EPS	938	1.093
Tăng trưởng EPS (%)	23,2	13,5
P/E	29,8	22,1
P/B	1,7	1,4
EV/EBITDA	19,1	19,9
ROE (%)	5,9	6,6

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)	
Công ty TNHH Đầu tư Tiên Lộc	11,23%
CTCP Dịch vụ Tư vấn đầu tư Gam Ma	8,76%
CTCP Đầu tư Thương mại Á Âu	8,72%
Vietnam Enterprise Limited	6,03%
Mai Trần Thanh Trang	2,8%
Khác	62,46%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại	*23,6%*

Cập nhật KQKD năm 2025 và Q1/2026

Năm 2025: Biên lợi nhuận cải thiện nhờ đóng góp từ sản phẩm thấp tầng

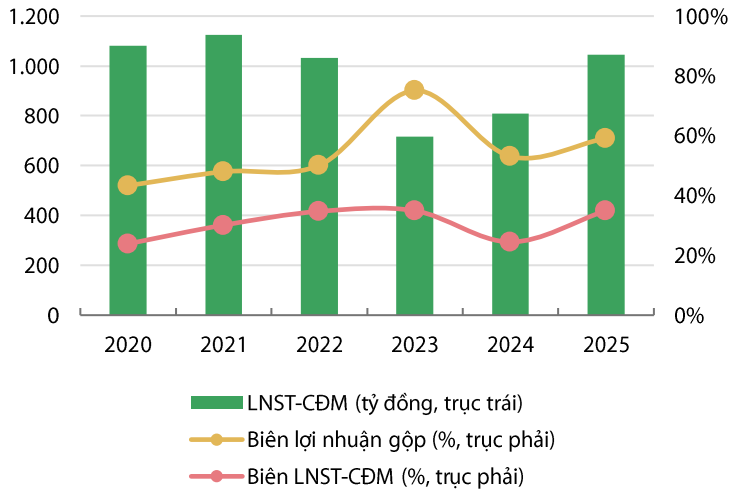
Năm 2025, KDH ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐM) lần lượt đạt 4.651 tỷ đồng (+42% YoY, đạt 122% kế hoạch năm) và 1.052 tỷ đồng (+30% YoY, đạt 105% kế hoạch năm). Nhìn chung, doanh thu có phần thấp hơn so với ước tính của chúng tôi trong khi LNST-CĐM tiệm cận với dự phóng, tương ứng đạt 63% và 94,4% so với dự phóng.

Kết quả kinh doanh trong năm chủ yếu được dẫn dắt bởi hoạt động bàn giao tại hai dự án trọng điểm là The Privia và Gladia by the Waters. Cụ thể:

- Dự án The Privia: Công ty đã hoàn tất công tác bàn giao toàn bộ các sản phẩm căn hộ và shophouse còn lại trong nửa đầu năm 2025. Cùng với đó, Công ty cũng thực hiện bàn giao Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền với đất (sổ hồng) cho hầu hết cư dân ngay trong năm. Do đặc thù là dòng sản phẩm cao tầng, biên lợi nhuận gộp trong 6T2025 duy trì ở mức 41%.
- Dự án Gladia by the Waters (Liên doanh với Keppel): Sau khi chính thức mở bán phân khu thấp tầng vào Quý 3/2025, dự án đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ khả quan với khoảng 100 sản phẩm được tiêu thụ, mang về giá trị hợp đồng ước tính hơn 4.000 tỷ đồng. Tính đến cuối năm 2025, doanh nghiệp đã thực hiện bàn giao khoảng 60 sản phẩm. Đáng chú ý, nhờ tỷ trọng đóng góp từ bàn giao các sản phẩm thấp tầng, biên lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm 2025 đã tăng lên mức 71%.

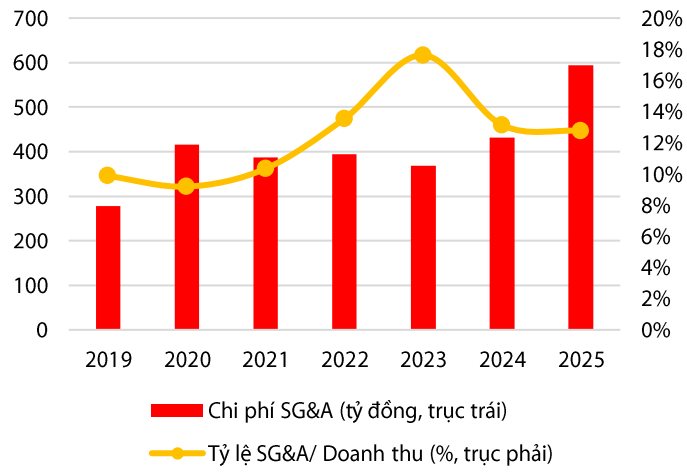
Cho cả năm 2025, KDH ghi nhận biên lợi nhuận gộp đạt 59% (2024: 53%), tương ứng với dự phóng của chúng tôi, với đóng góp của dự án Privia trong nửa đầu năm và phân khu thấp tầng của dự án Gladia trong nửa cuối năm. Ngoài ra, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) của KDH ghi nhận mức 594 tỷ đồng (+37,8% YoY), tỷ lệ SG&A/Doanh thu duy trì mức 13%, tương đương so với cùng kỳ.

Hình 1: LN gộp và biên lợi nhuận của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: KQKD FY25 của KDH

Tỷ đồng	FY2025	+/- (%YoY)	% Kế hoạch 2025	% Dự phóng 2025
Doanh thu thuần	**4.651**	**42%**	**122%**	**63%**
Lợi nhuận gộp	**2.754**	**58%**		
Chi phí SG&A	(594)	38%		
Lợi nhuận từ HĐKD	**2.021**	**79%**		
Doanh thu tài chính	*40*	*8%*		
Chi phí tài chính	*(180)*	*-17%*		
Thu nhập khác, ròng	*18*	*-123%*		
Lợi nhuận trước thuế	**2.039**	**94%**		
Lợi nhuận sau thuế	**1.627**	**103%**		
LNST-CĐM	**1.045**	**29%**	**105%**	**94,4%**
Biên LN gộp (%)	*59%*			
Biên LN hoạt động (%)	*43%*			
Biên LN ròng (%)	*22%*			

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Phân tích Dupont hiệu quả sử dụng vốn (ROE):

Trong năm 2025, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của KDH ghi nhận sự phục hồi tích cực, đạt 5,8% (so với mức 5,2% năm 2024). Sự cải thiện này chủ yếu đến từ hiệu quả vận hành tài sản, khi chỉ số này tăng mạnh từ 9,7% (năm 2024) lên 12,7% trong năm 2025 khi Công ty đẩy mạnh bàn giao tại 2 dự án Privia và Gladia. Việc ghi nhận doanh thu tăng trưởng 42% so với cùng kỳ, trong khi tổng tài sản chỉ tăng 11%, đã giúp vòng quay tài sản được cải thiện.

Bảng 2: Hiệu quả sử dụng vốn của KDH theo phân tích Dupont

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Biên LNHĐ	30,1%	35,4%	34,3%	24,7%	22,5%	30,4%
Hiệu suất sử dụng TS	23,8%	12,0%	6,9%	9,7%	12,7%	11,3%
Đòn bẩy	171,9%	223,4%	241,1%	219,5%	203,8%	220,6%
ROE (Dupont)	**12,3%**	**9,5%**	**5,7%**	**5,2%**	**5,8%**	**7,6%**

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Chỉ số ROE dự phóng cho năm 2026 ở mức 7,6%, tăng so với năm 2025, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận cải thiện do: a/ bàn giao sản phẩm thấp tầng Gladia và b/ ghi nhận sự góp mặt của các khoản thu nhập khác với giá vốn rẻ.

Q1/2026: Lợi nhuận được hỗ trợ từ thu nhập khác

Trong Q1/2026, KDH ghi nhận doanh thu thuần đạt 281,4 tỷ đồng (-85% QoQ, -60% YoY). Doanh thu quý này tiếp tục được ghi nhận từ bàn giao dự án Gladia thấp tầng với giá trị 264,6 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao, đạt 65% (lợi nhuận gộp tương ứng đạt 182,8 tỷ đồng).

Lợi nhuận trước thuế đạt 355,7 tỷ đồng (-64% QoQ, +127% YoY), chủ yếu từ ghi nhận "Lãi từ giao dịch mua rẻ". Khoản lãi ghi nhận là 285,2 tỷ đồng từ thương vụ mua lại Công ty CP Phát triển Bất động sản An Lập. Sau khi trừ đi nghĩa vụ thuế, Công ty phân bổ lợi nhuận cho cổ đông không kiểm soát 45,7 tỷ đồng. Do đó, LNST-CĐM đạt 281,4 tỷ đồng (-43% QoQ, +131% YoY), tương ứng với biên LNST-CĐM đạt xấp xỉ 100% nhờ sự đóng góp lớn từ thu nhập khác.

Về mặt tài sản, hàng tồn kho của KDH ghi nhận tăng trưởng trong hai quý liên tiếp gần đây, và đạt 29.126 tỷ đồng (+25% QoQ, +30% YoY) vào cuối Q1/2026. Cơ cấu hàng tồn kho trong kỳ ghi nhận sự phân hóa rõ rệt giữa các nhóm dự án:

- Hàng tồn kho ghi nhận giảm tại một số dự án do quá trình tiêu thụ, bàn giao như: 1/ Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông, còn 3.446 tỷ đồng (YE2024: 3.667 tỷ, YE2025: 3.482 tỷ); và 2/ Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông, còn 969 tỷ đồng (YE2024: 1.237,3 tỷ, YE2025: 980

tỷ). Ngoài ra, dự án The Privia đã không còn nằm trong danh mục hàng tồn kho từ Q2/2025, sau khi hoàn tất công tác bàn giao.

- Hàng tồn kho ghi nhận tăng đột biến từ dự án An Lập - Bình Trưng Đông khi KDH hoàn tất hợp nhất công ty con (ghi nhận thêm 5.445 tỷ đồng). Bên cạnh đó, mức tăng còn đến từ các dự án mà Công ty đang tiếp tục đẩy mạnh GPMB, đầu tư xây dựng cơ bản, phát triển dự án như: Khu dân cư Tân Tạo (+244 tỷ đồng so với đầu năm), Bình Trưng - Bình Trưng Đông (+62 tỷ đồng), Khu dân cư Bình Hưng 11A (+62 tỷ đồng) và Khu định cư Phong Phú 2 (+27 tỷ đồng).

Bảng 3: Kết quả kinh doanh Q1/2026 của KDH

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	1Q-FY26	+/- (%QoQ)	+/- (%YoY)	%KH2026	% Dự phóng 2026
Doanh thu	**281**	***-85%***	***-60%***	***17%***	***15%***
Lợi nhuận gộp	183	*-86%*	*-40%*		
Chi phí bán hàng và quản lý DN	-96	*-64%*	*-18%*		
Thu nhập HĐKD	77	*-92%*	*-53%*		
EBITDA	91	*-91%*	*-53%*		
EBIT	87	*-92%*	*-54%*		
Doanh thu tài chính	7	*-39%*	*-64%*		
Chi phí tài chính	-17	*-77%*	*-64%*		
- chi phí lãi vay	*-6*	*0*	*0*		
Khấu hao	4	*N.a*	*9%*		
Thu nhập/ (chi phí) khác ròng	279	*981%*	*N.a*		
Lợi nhuận trước thuế	356	*-64%*	*127%*		
Lợi nhuận sau thuế	327	*-59%*	*176%*		
LNST-CĐM	**281**	***-43%***	***131%***	***8%***	***8%***

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Hàng tồn kho của KDH

	3Q-FY23	4Q-FY23	1Q-FY24	2Q-FY24	3Q-FY24	4Q-FY24	1Q-FY25	2Q-FY25	3Q-FY25	4Q-FY25	1Q-FY26
KDC Tân Tạo	5.932	6.352	6.698	6.558	6.650	6.858	7.200	8.146	8.271	8.684	8.925
Cát Lái (An Lập)											5.445
Bình Trưng – BTĐ	2.870	3.157	3.426	4.171	4.329	4.421	4.542	4.638	4.764	4.825	4.887
Đoàn Nguyên - BTĐ	3.368	3.380	3.743	3.474	3.543	3.662	3.686	3.725	3.667	3.482	3.446
Phong Phú 2		1.675	1.663	1.779	1.797	1.810	1.810	1.835	1.864	1.891	1.918
Privia	656	1.233	1.367	1.552	1.741	684	371	-	-	-	-
Solina	596	609	1.424	1.543	1.721	1.816	1.855	1.865	1.909	2.005	2.067
Bình Trưng Mới - BTĐ	962	965	994	1.075	1.249	1.374	1.413	1.451	1.237	980	969
Phú Hữu	227	120	91	52	-	-	-	-	-	-	-
Khác	2.583	1.291	1.079	1.249	1.416	1.550	1.524	1.343	1.370	1.394	1.469
Tổng	**17.153**	**18.788**	**20.491**	**21.458**	**22.450**	**22.180**	**22.404**	**23.008**	**23.086**	**23.264**	**29.126**

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Về mặt nguồn vốn, việc gia tăng tài sản vào hàng tồn kho cũng đi kèm với sự gia tăng ở phía nguồn vốn nợ. Tính đến cuối Q1/2026, tổng nợ vay (bao gồm vay ngắn hạn và dài hạn) đạt mức 15.348,2 tỷ đồng (+51% so với cuối năm 2025). Trong đó:

- Nợ vay ngắn hạn đạt 1.952,4 tỷ đồng (+8,3% QoQ) chủ yếu đến từ: 1/ Vay dài hạn đến hạn trả (702,4 tỷ đồng) và 2/ Vay ngân hàng ngắn hạn thuần túy (1.250 tỷ đồng) để tài trợ cho dự án Khu dân cư Phong Phú 2.
- Nợ vay dài hạn là cấu phần tăng mạnh nhất, đạt 13.395,8 tỷ đồng (+60% QoQ), đến từ các khoản vay: 1/ tài trợ dự án Lê Minh Xuân mở rộng giai đoạn 2, dự án 11A giai đoạn 2, dự án Tân Tạo giai đoạn 2 (2.678 tỷ đồng); và 2/ tài trợ chi phí nhận chuyển nhượng dự án Khu nhà ở phường Cát Lái (2.100 tỷ đồng) và một số hoạt động khác.

Bảng 5: Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm tính đến tháng 4/2026

Dự án	Diện tích	Sản phẩm	Pháp lý & Tiến độ
Gladia City	40 ha	> 4.000 căn	Dự án trọng điểm khu Đông. Đang chuẩn bị triển khai đầu tư đồng bộ tiện ích. Gladia by the Waters (Cao tầng) hiện đã được phê duyệt thủ tục cho người nước ngoài sở hữu. Dự kiến triển khai bán hàng vào Q3/2026.
KCN Lê Minh Xuân mở rộng (GĐ 1)	89 ha		Đã có sổ đỏ (nộp tiền đất 1 lần). Dự kiến kinh doanh cuối 2026 - 2027.
Solina 11A (Bình Hưng)	16 ha	Thấp & cao tầng	Đang xây hạ tầng. Dự kiến kinh doanh từ 2027.
Bình Trưng – Bình Trưng Đông	18 ha	Nhà ở / KDC	Đang hoàn tất quá trình đền bù, giải phóng mặt bằng.
An Lập	9 ha	Nhà ở / KDC	Dự án thành phần khu Đông, nằm trong kế hoạch 2026-2027.
KDC Phong Phú 2	26 ha	Thấp & cao tầng	Đã hoàn tất quá trình đền bù, giải phóng mặt bằng. Được chấp thuận chủ trương đầu tư năm 2025.
KDC Tân Tạo	330 ha	Đại đô thị	Đã có chủ trương đầu tư và phê duyệt quy hoạch 1/500. Đang trong quá trình đền bù, giải phóng mặt bằng. Dự kiến hoàn tất vào 2026.

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Vị trí các dự án của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Triển vọng giai đoạn 2026 – 2027: Điểm rơi lợi nhuận và đa dạng danh mục sản phẩm

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng về doanh thu và tốc độ bán hàng cho cả năm 2026 và 2027, giảm nhẹ so với báo cáo lần đầu vào tháng 4/2025, khi đánh giá thận trọng hơn về tiến độ triển khai và bán hàng dựa trên tình hình thị trường, tốc độ hấp thụ và mặt bằng lãi suất. Cụ thể:

Về mặt doanh số bán hàng của KDH trong giai đoạn 2026-2027, chúng tôi cho rằng sẽ có sự chuyển dịch về cơ cấu sản phẩm, khi có sự góp mặt của phân khúc sản phẩm căn hộ. Giá trị bán hàng ước tính cho năm 2026 và 2027 lần lượt đạt 7.832 tỷ đồng (+60% YoY) và 6.830 tỷ đồng (-13% YoY), bao gồm:

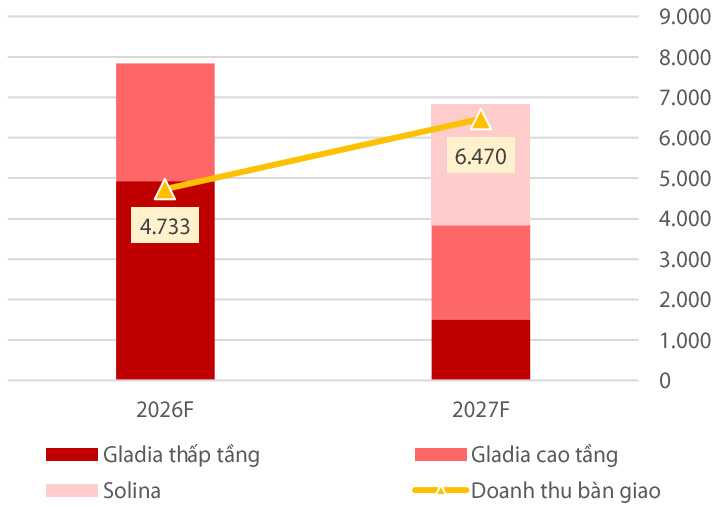
- Dự án Gladia by the Waters: Tiếp tục là tâm điểm thu hút dòng tiền. Sau khi mở bán thành công hơn 100 căn thấp tầng trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục đẩy mạnh mở bán khoảng 124 sản phẩm còn lại trong năm 2026 và 2027. Ngoài ra, phân khu cao tầng (616 căn hộ) cũng kỳ vọng được mở bán từ nửa cuối năm 2026, giá bán ước tính 110 triệu đồng/m^2. Chúng tôi kỳ vọng việc đa dạng hóa danh mục sản phẩm bằng cách bổ sung dòng sản phẩm cao tầng sẽ giúp Công ty đạt tỷ lệ hấp thụ tốt dù mặt bằng lãi suất neo cao.
- Dự án The Solina (Bình Chánh): Dự kiến sẽ chính thức mở bán những phân khu đầu tiên vào năm 2027. Với quy mô lớn và vị trí chiến lược tại cửa ngõ phía Tây, Solina được kỳ vọng sẽ đóng góp 43% vào tổng doanh số bán hàng năm 2027, tạo đà tăng trưởng cho giai đoạn tiếp theo.

Về mặt doanh thu bàn giao năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 4.796 tỷ đồng (+3,1% YoY) với đóng góp của các sản phẩm thấp tầng tại dự án Gladia. Nhờ vậy, biên lợi nhuận gộp ước tính đạt 72,6%, tương ứng lợi nhuận gộp đạt 3.464 tỷ đồng (+51,1% YoY). Doanh thu năm 2027 dự kiến đạt 6.562 tỷ đồng (+36,8% YoY) và biên lợi nhuận gộp ước tính giảm về 64% do cơ cấu sản phẩm bàn giao dự phóng có sự đóng góp từ sản phẩm cao tầng Gladia (ước tính đạt 1.742 tỷ đồng trong nửa cuối 2027).

Về mặt chi phí tài chính, dự kiến tăng ở cả hai năm 2026 và 2027, lần lượt +16,1% YoY và +54,7% YoY, với kỳ vọng Công ty sẽ tiếp tục chiết khấu thanh toán cho khách hàng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất neo cao. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu được kiểm soát chặt chẽ ở mức 12,6% (tương đương so với 2024-25).

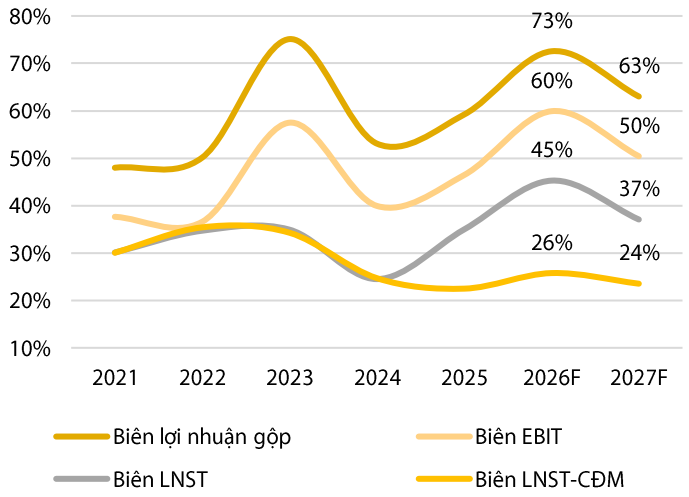
Tổng hợp lại những giả định trên, chúng tôi ước tính LNST-CĐM của KDH giai đoạn 2026 – 2027 lần lượt đạt 1.460 tỷ đồng (+39,7% YoY) và 1.632 tỷ đồng (+11,8%). Biên lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ ước tính dao động quanh mức 39 – 49%.

Hình 3: Doanh số bán hàng và doanh thu ước tính của KDH (tỷ đồng)



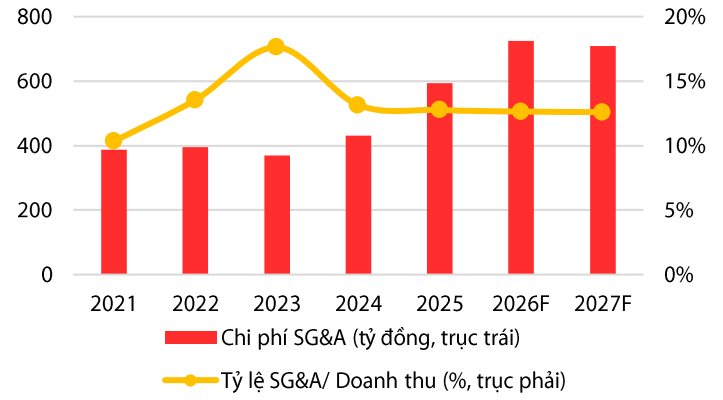
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận của KDH (%)



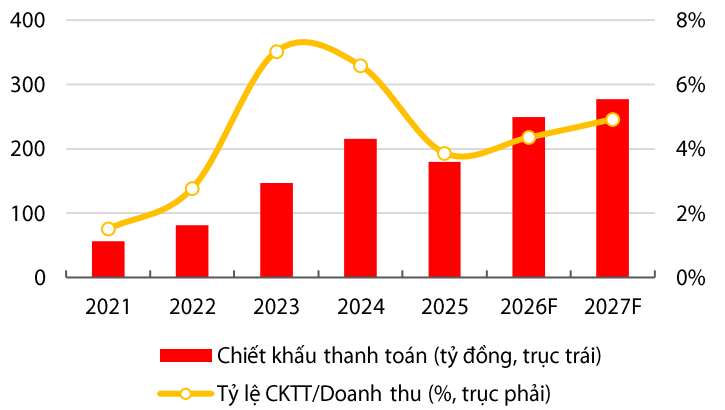
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Chiết khấu thanh toán và tỷ lệ CKTT/Doanh thu



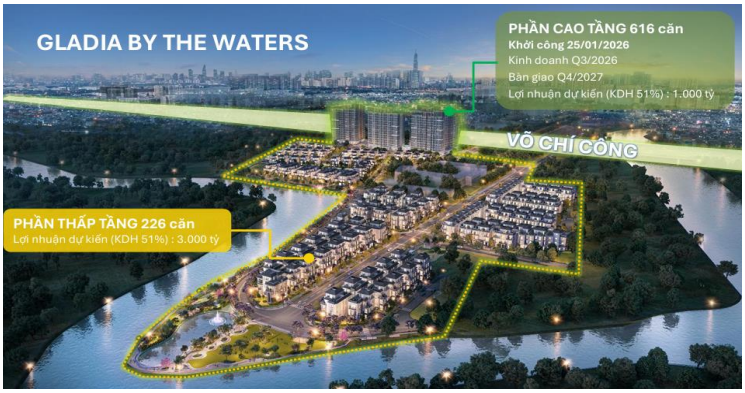
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Dự phóng KQKD của KDH giai đoạn 2026 - 2027

Đơn vị: Tỷ đồng	FY2026	+/- YoY	FY2027	+/- YoY	Giả định
Doanh thu thuần	4.796	*3,1%*	6.562	*36,8%*	Tiếp tục ghi nhận từ dự án Gladia thấp tầng (2026 & 2027) và Gladia cao tầng (2027).
Giá vốn	-1.332	*-29,8%*	-2.322	*74,3%*	
Lãi gộp	**3.464**	***25,8%***	**4.240**	***22,4%***	Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng duy trì mức cao trong năm 2026 (72,2%); sau đó biên giảm về 64,5% trong năm 2027, khi có sự đóng góp từ việc bàn giao Gladia cao tầng.
Chi phí bán hàng	-368	*-1,6%*	-500	*36,1%*	Tỷ lệ SG&A/Doanh thu ước tính giảm nhẹ về mức 12,6%.
Chi phí quản lý	-239	*8,5%*	-327	*36,8%*	
Thu nhập từ HĐTC	42	*5,1%*	40	*-5,6%*	
Chi phí tài chính	-209	*16,1%*	-323	*54,7%*	Chiết khấu thanh toán cho khách hàng kỳ vọng tăng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang neo ở mức cao.
Lợi nhuận khác	350	*434,7%*	152	*-56,5%*	Đến từ các khoản thu nhập (Lãi từ giao dịch mua rẻ dự án An Lập).
Lãi/lỗ từ LDLK	0	*0*	0	*0*	
Lợi nhuận trước thuế	**2.996**	***46,9%***	**3.236**	***8,0%***	
Thuế TNDN	-606	*46,9%*	-654	*8,0%*	
Lợi ích cổ đông thiểu số	930	*60,0%*	950	*2,2%*	
LNST-CĐM	**1.460**	***39,7%***	**1.632**	***11,8%***	
EBIT	2.858	*32,3%*	3.413	*19,4%*	
EBITDA	2.960	*36,2%*	3.515	*18,8%*	

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 7: Gladia thấp tầng



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Ảnh minh họa Gladia cao tầng



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Cập nhật định giá

Chúng tôi thực hiện đánh giá lại giá trị các dự án của Khang Điền dựa trên mức độ hoàn thiện pháp lý và kế hoạch triển khai thực tế. Đối với các dự án đã có chủ trương đầu tư và quy hoạch chi tiết, phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) được áp dụng cho: Gladia, Solina, Phong Phú 2 (GD1), KCN Lê Minh Xuân mở rộng. Các dự án còn lại được định giá dựa trên Giá trị sổ sách (BV) hoặc Giá trị thị trường (MV); dự án An Lập (được hợp nhất vào BCTC của doanh nghiệp trong quý 1/2026) cũng được đưa vào mô hình định giá theo phương pháp BV.

Về các giả định định giá theo phương pháp DCF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,0% (tăng nhẹ), beta 1 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn ở mức 9,5%. Theo đó, chi phí vốn chủ sở hữu (Cost of Equity) được xác định là 13,5%. Ngoài ra, với tỷ trọng vốn chủ sở hữu 20%, vốn vay 30% và nguồn tiền từ khách hàng 50% (với chi phí nợ vay là 10,0%), chúng tôi xác định mức chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) của KDH ở mức 10,1%.

Theo đó, tổng giá trị tài sản ròng của KDH ước tính đạt 60.805 tỷ đồng. Trong đó, các dự án trọng điểm đóng góp đáng kể gồm Phong Phú 2 (9.765 tỷ đồng), Tân Tạo Mega Township (17.849 tỷ đồng), Solina (6.707 tỷ đồng) và Bình Trưng - Bình Trưng Đông (9.774 tỷ đồng). Sau khi cộng các khoản tiền mặt, đầu tư tài chính và trừ đi tổng nợ vay (15.348 tỷ đồng), giá trị tài sản ròng (RNAV) của KDH được xác định ở mức 46.562 tỷ đồng. Với số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 1.122 triệu cổ phiếu, giá mục tiêu cho cổ phiếu KDH là **41.500 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đánh giá cao KDH về lợi thế quỹ đất, nền tảng tài chính lành mạnh và chiến lược triển khai dự án thận trọng. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với KDH cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Bảng 6: Định giá theo phương pháp RNAV

Dự án	Sở hữu	Phương pháp	NPV (tỷ đồng)
Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.654
Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.723
Solina (GĐ1)	100%	DCF	6.110
Solina (GĐ2)	100%	DCF	597
Phong Phú 2 (GĐ1)	100%	DCF	6.888
Phong Phú 2 (các giai đoạn sau)	100%	MV	2.877
Tan Tao mega township	100%	MV	17.849
Le Minh Xuan IP expansion	51%	DCF	4.418
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	100%	MV	9.774
Cát Lái (An Lập)	100%	BV	5.445
Khác	100%	BV	1.469
Tổng			**60.805**
(+) Tiền và tương đương tiền			3.614
(+) Đầu tư tài chính			211
(+) Khác			(2.720)
(-) Nợ			(15.348)
Giá trị tài sản ròng			**46.562**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			1.122
Giá mục tiêu (đồng/CP)			**41.500**

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 7: Bảng độ nhạy cho Chi phí vốn và Chi phí nợ trên mỗi cổ phiếu (VND)

Chi Phí vốn \ Chi phí nợ	8,0%	8,0%	10,0%	11,0%	12,0%
9,5%	**43.717**	42.964	42.243	41.551	40.888
11,4%	43.306	42.570	41.865	41.189	40.540
13,5%	42.904	42.186	**41.496**	40.835	40.201
15,5%	42.512	41.809	41.135	40.489	39.868
17,5%	42.129	41.442	40.783	40.150	39.544

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	3.279	4.651	4.796	6.562
Giá vốn	-1.538	-1.898	-1.332	-2.322
Lãi gộp	**1.740**	**2.754**	**3.464**	**4.240**
Chi phí bán hàng	-222	-373	-368	-500
Chi phí quản lý	-209	-220	-239	-327
Thu nhập từ HĐTC	37	40	42	40
Chi phí tài chính	-216	-180	-209	-323
Lợi nhuận khác	42	66	350	152
Lãi/lỗ từ LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**1.051**	**2.039**	**2.996**	**3.236**
Thuế TNDN	-248	-412	-606	-654
Lợi ích cổ đông thiểu số	-7	581	930	950
LNST-CĐM	**810**	**1.045**	**1.460**	**1.632**
EBITDA	1.309	2.160	2.858	3.413

Unit: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng				
Doanh thu	56,6%	41,9%	3,1%	36,8%
Lợi nhuận HĐKD	8,1%	65,0%	36,2%	18,8%
LNST-CĐM	12,9%	29,1%	39,7%	11,8%
Tổng tài sản	12,3%	8,2%	16,4%	5,1%
Vốn chủ sở hữu	25,3%	8,8%	11,8%	11,4%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	53,1%	59,2%	72,2%	64,6%
EBITDA/ Doanh thu	40,2%	46,7%	61,7%	53,6%
LNST/ Doanh thu	24,5%	35,0%	49,8%	39,3%
ROA	2,7%	4,8%	6,5%	6,1%
ROE	6,0%	6,0%	7,9%	8,1%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	1,36	1,10	0,86	1,17
Vòng quay hàng tồn kho	0,08	0,08	0,05	0,07
Vòng quay khoản phải trả	0,45	0,70	0,49	0,76
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	7,64	9,76	9,60	8,74
Nhanh	2,33	3,12	2,36	1,92
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	36,5%	47,9%	61,0%	46,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	5,7%	8,5%	3,8%	1,9%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	30,8%	39,4%	57,2%	44,8%

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2024	2025	2026	2027
Tiền	6.191	5.093	3.545	3.073
Đầu tư tài chính ngắn hạn	277	209	243	226
Các khoản phải thu	3.013	5.478	5.680	5.515
Hàng tồn kho	22.180	23.264	29.736	32.385
Tài sản ngắn hạn khác	276	122	230	287
Tài sản cố định hữu hình	73	67	69	74
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	510	355	556	501
TỔNG TÀI SẢN	**33.848**	**36.611**	**42.617**	**44.783**
Tiền hàng phải trả & ứng trước	288	113	208	287
Khách hàng trả trước	1.903	648	2.042	2.626
Vay và nợ ngắn hạn	1.100	1.802	895	512
Vay và nợ dài hạn	5.998	8.348	13.536	11.805
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi				
Quỹ khoa học công nghệ				
TỔNG NỢ	**11.302**	**12.893**	**18.946**	**18.406**
Vốn đầu tư của CSH	13.425	14.576	15.808	17.178
Cổ phiếu quỹ				
Lợi nhuận giữ lại	3.617	3.603	3.941	4.327
Khoản thu nhập khác				
Quỹ đầu tư phát triển	352	352	352	352
TỔNG VỐN	**17.394**	**18.530**	**20.101**	**21.857**
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.057	2.641	3.571	4.520

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024	2025	2026	2027
EPS (đồng)	801	932	1.172	1.180
P/E (x)	45	40	28	25
BV (đồng)	19.239	18.868	19.006	19.080
P/B (x)	1,9	2,0	1,8	1,6
DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	*Tỷ trọng*	*Giá*
SoTP	100%	41.500
Giá mục tiêu (đồng)		**41.500**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	*Giá*	*Khuyến nghị*	*Hạn*
Apr-25	*42.800*	*MUA*	*1 năm*
Jun-25	*42.400*	*MUA*	*1 năm*
May-26	*41.500*	*MUA*	*1 năm*

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT.**

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**