

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HoSE: KDH)

Quỹ đất tiềm năng – tăng trưởng bền vững trong dài hạn

Sử dụng phương pháp RNAV, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu KDH là **42.700 đồng**, tương đương P/B dự phóng năm 2025 là 1,5 lần. Do vậy, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện nay chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng dài hạn và vị thế doanh nghiệp.

Vị thế vững chắc trên thị trường bất động sản TP.HCM

- KDH là một trong những doanh nghiệp bất động sản hiếm hoi có quỹ đất lớn tại TP.HCM (~650 ha), tập trung chủ yếu ở các khu vực chiến lược như TP.Thủ Đức, Bình Chánh, Bình Tân – những khu vực đang được hưởng lợi mạnh từ quá trình đô thị hóa và đầu tư hạ tầng liên kết vùng.
- Với danh mục dự án đa dạng, cùng năng lực triển khai dự án đã được khẳng định qua nhiều chu kỳ của thị trường bất động sản, chúng tôi cho rằng KDH có nhiều năng lực cạnh tranh để duy trì vị thế vững chắc tại thị trường bất động sản TP.HCM.

Giai đoạn 2025-2029, đánh dấu chu kỳ tăng trưởng mới của doanh nghiệp

- Giai đoạn 2025 – 2029 sẽ mở ra chu kỳ tăng trưởng mới của KDH khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn mở bán và bàn giao các dự án quy mô lớn (Gladia, Solina, KDC Phong Phú 2,...). Đây là lý do chúng tôi cho rằng KDH có đầy đủ điều kiện để đón đầu làn sóng phục hồi của thị trường bất động sản, đặc biệt tại TP. HCM.
- Năm 2025 sẽ là bước ngoặt trong chu kỳ phát triển này, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ ước đạt 7.400 tỷ đồng (+127%YoY) và 1.114 tỷ đồng (+38% YoY) nhờ bàn giao The Privia và mở bán dự án Foresta. Với tổng quy mô ~200 căn thấp tầng sẽ được mở bán vào Q2/2025, giá bán dự kiến ~11.000 - 11.500 USD/m², chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp 5.200 tỷ đồng doanh số bán hàng và 4.800 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025.

Nền tảng tài chính lành mạnh và chính sách quản trị thận trọng

- KDH duy trì nền tảng tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay/Vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 58% tính đến cuối năm 2024 – thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành. Cấu trúc vốn an toàn cùng chính sách kiểm soát đòn bẩy hiệu quả là “chìa khóa” giúp Công ty giữ được sự ổn định trong nhiều giai đoạn biến động của thị trường Bất động sản.
- Với định hướng phát triển thận trọng, minh bạch và hiệu quả, chúng tôi đánh giá cao chất lượng quản trị doanh nghiệp của KDH. Chính sách quản trị ổn định, nhất quán và hướng đến cổ đông đã giúp KDH duy trì được niềm tin của nhà đầu tư, ngay cả trong giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng.

Rủi ro

- Sự chậm trễ trong quá trình hoàn thiện pháp lý và sự phục hồi của thị trường bất động sản ảnh hưởng đến tốc độ triển khai cũng như mức độ hấp thụ dự án của doanh nghiệp.
- Quỹ đất đóng góp lớn nhất vào giá trị hàng tồn kho của KDH – KDC Tân Tạo (329ha) cần nhiều thời gian hơn để hoàn thành công tác GPMB, triển khai và thực hiện hóa doanh thu.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
Doanh thu	2.093	3.279	7.431	5.778	8.202	12.211	14.274
% tăng trưởng	-28%	57%	127%	-22%	42%	49%	17%
EBITDA	1.219	1.317	3.784	3.302	3.827	7.030	8.606
LNST- CDM	717	810	1.114	876	2.507	4.649	6.486
% tăng trưởng	-34%	13%	38%	-21%	186%	85%	40%
ROA (%)	3%	3%	8%	6%	6%	10%	11%
ROE (%)	6%	5%	6%	5%	12%	19%	22%
EPS cơ bản (VND)	897	801	1.102	867	2.479	4.598	6.415
GTSS (VND)	19.427	19.236	21.696	23.885	26.364	30.962	37.377
Cổ tức tiền mặt	-	-	-	-	-	-	-
P/E (x)	43,8x	39,9x	12,9x	14,5x	12,8x	6,9x	4,9x
P/B (x)	2,1x	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x	0,8x

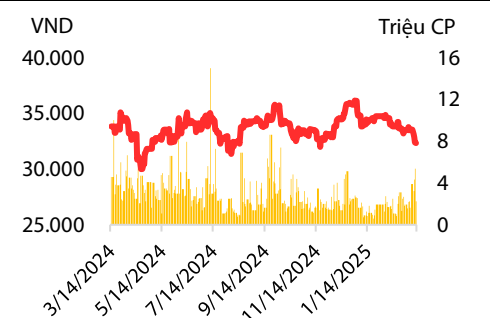
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 01/04/2025.

MUA +32%

Giá thị trường (VND)	32.600
Giá mục tiêu (VND)	42.700

Thông tin cổ phiếu

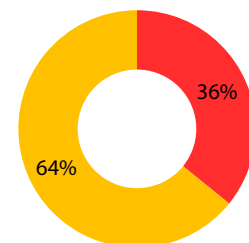
Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	32.458
SLCPDLH (triệu cp)	1.011
Beta	0.66
Free Float (%)	55
Giá cao nhất 52 tuần	36.360
Giá thấp nhất 52 tuần	29.090
KLGD bình quân 20 phiên	2.740.000



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
KDH	-6,1	-5,4	47,7
VN30 Index	4,2	9,0	32,1
VN-Index	5,0	4,4	26,0

Sở hữu nước ngoài (%)



■ Sở hữu nước ngoài ■ Khác

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (14%)

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1530)

giao.ntq@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để định giá cổ phiếu KDH. Trong đó, giá trị tài sản ròng của Công ty được tổng hợp từ các dự án bất động sản, dòng tiền mặt, đầu tư tài chính và nợ vay. Tổng giá trị tài sản của KDH đạt 48.976 tỷ đồng, trong đó các dự án trọng điểm đóng góp đáng kể gồm Phong Phú 2 (9.054 tỷ đồng), Tân Tạo Mega Township (13.716 tỷ đồng), Solina (6.409 tỷ đồng) và Bình Trưng - Bình Trưng Đông (8.842 tỷ đồng). Dòng tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính đạt 3.373 tỷ đồng, trong khi tổng nợ vay ở mức 7.098 tỷ đồng, chủ yếu là nợ dài hạn phục vụ phát triển dự án.

Bảng 1: Định giá KDH bằng phương pháp RNAV

Dự án	% sở hữu	Phương pháp	NPV (tỷ đồng)
Classia	100%	DCF	125
Privia	100%	DCF	476
Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.370
Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông	51%	DCF	2.166
Solina (GĐ1)	100%	DCF	5.678
Solina (GĐ2)	100%	DCF	731
Phong Phú 2 (GĐ1)	100%	DCF	6.339
Phong Phú 2 (các giai đoạn sau)	100%	MV	2.715
Khu dân cư Tân Tạo	100%	MV	13.716
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	51%	DCF	4.268
Bình Trưng - Bình Trưng Đông	100%	MV	8.842
Khác	100%	BV	1.550
Tổng			48.976
(+) Tiền và tương đương tiền			3.096
(+) Đầu tư tài chính			277
(+) Khác			(2.057)
(-) Nợ			(7.098)
Giá trị tài sản ròng			43.194
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			1.011
Giá mục tiêu (đồng/CP)			42.700
Giá thị trường (VND/CP)			32.600
Tổng mức sinh lời			32%

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt ước tính

Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định ở mức 42.700 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 32% so với giá đóng cửa ngày 01/04/2025 (32.600 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 hợp lý. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với KDH cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Chi phí vốn và Chi phí nợ trên mỗi cổ phiếu (VND)

		Chi phí nợ				
Chi Phí vốn		7%	8%	9%	10%	11%
	9%	45.309	44.424	43.580	42.774	42.005
	11%	44.826	43.963	43.139	42.354	41.603
	13%	44.354	43.513	42.710	41.944	41.212
	15%	43.894	43.074	42.292	41.544	40.830
	17%	43.446	42.647	41.883	41.154	40.457

Nguồn: CTCK Rông Việt ước tính

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu

Với năng lực phát triển dự án và lợi thế về quỹ đất, KDH là một trong số ít doanh nghiệp bất động sản ít chịu ảnh hưởng so với các doanh nghiệp cùng ngành trong giai đoạn thị trường bất động sản suy yếu. Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp vẫn được đảm bảo nhờ danh mục dự án có vị trí chiến lược và tỷ lệ hấp thụ cao. Chúng tôi cho rằng giai đoạn 2025-2029F sẽ là một “giai đoạn tăng trưởng mới” của KDH, đặc biệt từ 2027 khi các dự án quy mô lớn bắt đầu được bàn giao.

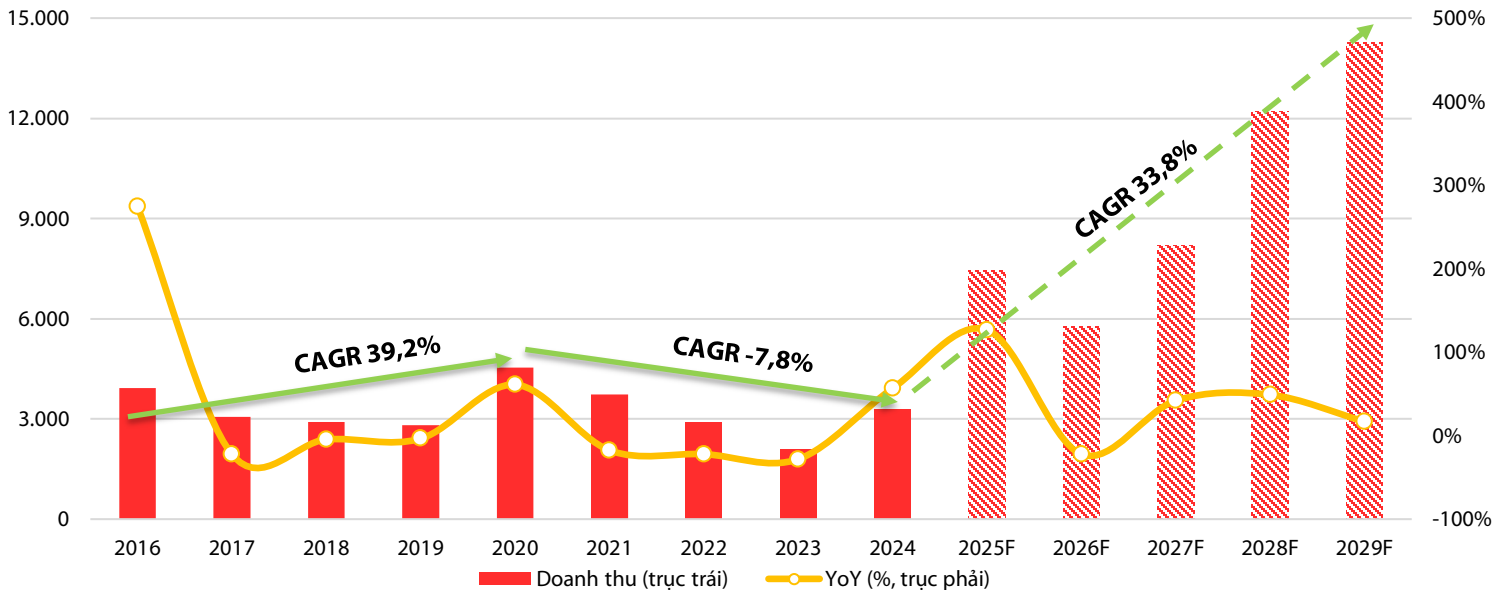
Nhìn lại quá trình hình thành và phát triển của KDH trong giai đoạn 2007 – 2029F, chúng tôi nhận thấy Công ty đã và đang trải qua ba giai đoạn phát triển:

Giai đoạn 2007 – 2015: giai đoạn hình thành và tích lũy nội lực. Đây là giai đoạn đầu, doanh thu KDH tăng trưởng thiếu ổn định, phụ thuộc vào tiến độ bàn giao của một vài dự án quy mô nhỏ. Các năm 2009–2011 ghi nhận mức tăng trưởng đột biến do nền thấp, nhưng không duy trì được sự ổn định. Đây là giai đoạn KDH bắt đầu xây dựng mô hình hoạt động, tích lũy quỹ đất và từng bước định vị thương hiệu tại khu Đông TP.HCM.

Giai đoạn từ 2016 – 2024: tăng trưởng dần ổn định, Khang Điền tăng cường tích lũy quỹ đất. KDH duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu ổn định nhờ vào chiến lược phát triển dự án hợp lý và tỷ lệ hấp thụ cao. Công ty đã liên tục mở rộng danh mục sản phẩm, tập trung vào các dự án có vị trí chiến lược tại TP.HCM, giúp doanh thu từng bước cải thiện.

- Giai đoạn 2016 – 2021, KDH duy trì mức tăng trưởng ổn định, với doanh thu chủ yếu đến từ các dự án thấp tầng có biên lợi nhuận cao như Verosa Park, Lucasta, Jamila, và các dự án cao tầng như Safira, Lovera Vista. Tuy nhiên, từ 2021, doanh thu bắt đầu suy giảm do tác động từ dịch COVID-19 ảnh hưởng đến hoạt động xây dựng và bàn giao của doanh nghiệp. Do đó, KDH tăng cường đầu tư vào các dự án mới và tích lũy quỹ đất thông qua các hoạt động [M&A](#). Trong giai đoạn này (2014 - 2020), doanh thu ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt mức 39,2%/năm.

Hình 1: Doanh thu thuần ước tính của KDH (Tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rong Việt ước tính

- Giai đoạn 2022-2023, thị trường bất động sản Việt Nam bước vào giai đoạn suy thoái, ảnh hưởng lớn đến tốc độ bán hàng và tiến độ bàn giao của các doanh nghiệp bất động sản, bao gồm cả KDH. Đến 2023, doanh thu ổn định hơn nhờ bàn giao các căn hộ tại Classia. Tuy nhiên, tốc độ bàn giao chậm hơn dự kiến do điều kiện thị trường khó khăn ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của KDH.

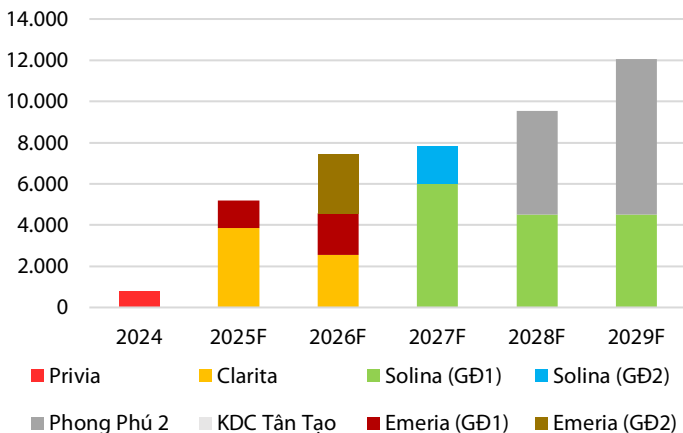
- Bước sang 2024, KDH chứng kiến sự phục hồi về doanh thu nhờ bàn giao ~60% số căn hộ đã bán tại dự án The Privia (Quận Bình Tân, tổng 1.034 căn hộ cao tầng). Doanh thu năm 2024 tăng trưởng 57% YoY, đạt 3.295 tỷ đồng.

Từ năm 2025 trở đi, chúng tôi cho rằng KDH sẽ bước vào một **chu kỳ tăng trưởng mới** khi triển khai phần lớn các dự án trên quỹ đất đã M&A từ [BCCI](#) – đặc biệt tại khu Tây và khu Nam TP.HCM. Về dự báo doanh thu trong giai đoạn 2025F-2029F, chúng tôi đưa ra các giả định sau:

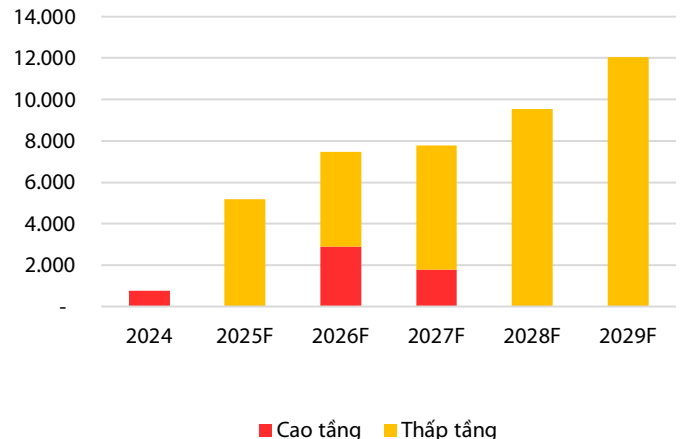
- Năm 2025F, tăng trưởng mạnh nhờ bàn giao The Privia & mở bán Gladia.** Theo đó, doanh thu ước đạt 7.431 tỷ đồng (+127% YoY), từ các dự án trọng điểm: 1/ The Privia đóng góp khoảng 1.700 tỷ đồng, tương đương giá trị của 40% số sản phẩm còn lại của dự án, 2/ The Gladia (Clarita & Emeria), dự án hợp tác với Keppel Land, được phát triển theo tiêu chuẩn BCA Green Mark (Singapore), giúp nâng cao sức hấp dẫn đối với phân khúc khách hàng cao cấp. Dự kiến sẽ mở bán phân khu thấp tầng (~200 sản phẩm) trong Q2/2025, với mức giá ước tính 11.000 - 11.500 USD/m² (~260 - 280 triệu đồng/m²).
- Năm 2026F, kết quả kinh doanh dự kiến sẽ chứng lại do giai đoạn giao thoa giữa các dự án.** Chúng tôi ước tính doanh thu sẽ giảm còn 5.778 tỷ đồng (-22% YoY) khi dự án Gladia (Clarita & Emeria) bước vào giai đoạn sau của chu kỳ bàn giao và các dự án khác vẫn đang trong quá trình triển khai, chưa hoàn thành để ghi nhận doanh thu.
- Giai đoạn 2027F – 2029F: Giai đoạn tăng trưởng doanh thu nhờ bàn giao các dự án lớn** như: 1/ Solina thấp tầng, 2/ Emeria cao tầng, 3/ KDC Phong Phú 2 và Solina cao tầng.

Chúng tôi cho rằng đây sẽ là giai đoạn KDH khai thác tối đa lợi thế quỹ đất, bước vào chu kỳ tăng trưởng mới, phản ánh thành quả của quá trình tích lũy quỹ đất và chuẩn bị pháp lý nhiều năm trước đó. Bởi việc triển khai các dự án quy mô lớn đúng vào thời điểm thị trường bất động sản bước vào chu kỳ phục hồi sẽ giúp doanh nghiệp không chỉ gia tăng quy mô doanh thu, mà còn nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Chúng tôi cho rằng giai đoạn này sẽ phản ánh rõ nét tầm nhìn dài hạn và chiến lược “đi trước một bước” của KDH trong việc chuẩn bị nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới. Doanh thu của KDH kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2025F-2029F đạt 33,8%/năm.

Hình 2: Doanh số bán hàng ước tính của KDH (Tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Chỉ báo trước (leading indicator) cho kỳ vọng tăng trưởng doanh thu, đến từ doanh số bán hàng của doanh nghiệp, khi chúng tôi kỳ vọng giá trị bán hàng (presales) của KDH giai đoạn 2025-2029F sẽ đạt hơn 55.600 tỷ đồng, đến từ các dự án: Clarita, Emeria (1&2), Solina (1&2), KDC Phong Phú 2 và KDC Tân Tạo. Với lợi thế về vị trí và chất lượng sản phẩm, chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt, là cơ sở để ghi nhận doanh thu cho 1-2 năm sau đó (khi bàn giao [các dự án này](#)).

Bảng 3: Ước tính thời gian bàn giao các dự án của KDH giai đoạn 2024 – 2029F

	2024	2025	2026	2027	2028	2029F
Privia						
Clarita						
Solina thấp tầng						
Solina cao tầng						
Phong Phú 2						
Tân Tạo						
Emeria thấp tầng						
Emeria cao tầng						

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Lợi nhuận

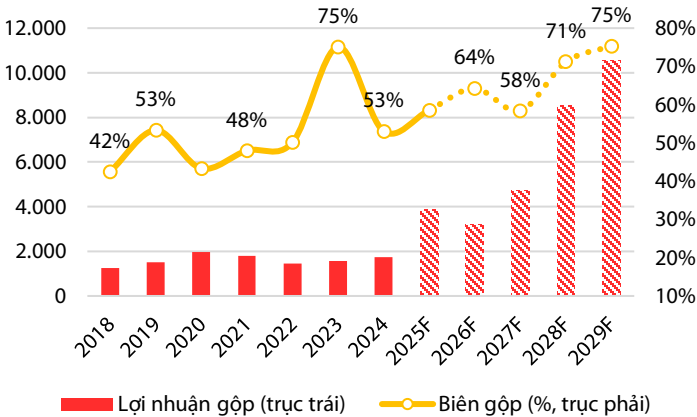
Lợi nhuận gộp

KDH là một trong những doanh nghiệp có năng lực triển khai và kế hoạch phát triển dự án hợp lý, được chứng minh qua việc Công ty liên tục ghi nhận lợi nhuận gộp dương trong giai đoạn 2016 – 2024. Điều này phản ánh khả năng xoay vòng danh mục sản phẩm và duy trì dòng thu – lợi nhuận đều đặn, ngay cả trong các giai đoạn thị trường Bất động sản trầm lắng.

Về biên lợi nhuận gộp, ghi nhận sự ổn định hơn kể từ giai đoạn từ 2018 – 2024, luôn ghi nhận trên mức 40%. Tuy nhiên, biên gộp có xu hướng biến động theo tỷ trọng đóng góp từ các loại hình sản phẩm bàn giao trong năm. Chẳng hạn như:

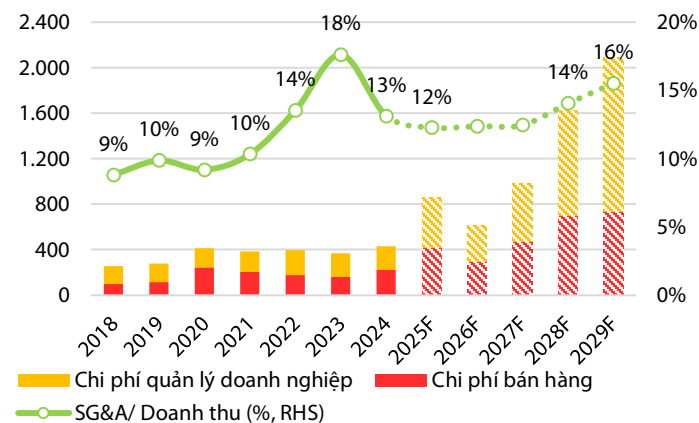
- Năm 2023, biên gộp đạt 75% – mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của KDH, chủ yếu nhờ bàn giao phần lớn sản phẩm thấp tầng từ dự án The Classia – vốn có biên lợi nhuận cao. Đáng chú ý, The Classia được mở bán vào năm 2022 – thời điểm thị trường bất động sản đạt đỉnh góp phần lớn vào sự đột biến biên lợi nhuận của KDH khi Công ty bàn giao dự án vào năm 2023.
- Sang năm 2024, biên gộp giảm còn 53% do tỷ trọng bàn giao chuyển dịch sang sản phẩm cao tầng từ dự án The Privia - vốn có chi phí đầu tư cao và mức giá bán được định vị ở phân khúc trung cấp, khiến biên lợi nhuận không còn cao như các dự án thấp tầng.

Hình 3: Lợi nhuận gộp của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 4: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Giai đoạn 2025 – 2029F, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ mở rộng so với giai đoạn trước, nhờ tỷ trọng bàn giao các dự án thấp tầng lớn hơn như Gladia và Solina, và KDC Phong Phú 2. Trong giai đoạn này chỉ có năm 2027 là biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp nhẹ do chủ yếu bàn giao các sản phẩm cao tầng ở dự án Solina và Emeria giai đoạn 2. Sang đến năm 2028 - 2029F, biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ tăng trưởng trở lại nhờ vào đóng góp đáng kể từ dự án Phong Phú 2. Dù vậy, theo ước tính của chúng tôi, giá bán các dự án giai đoạn sau (Solina, Phong Phú 2,...) sẽ tăng 10% so với [giá dự kiến](#) mở bán tại dự án

Gladia thì lợi nhuận gộp mới có thể quay lại mức cao như giai đoạn trước (>70%), do chi phí tiền sử dụng đất đối với các dự án triển khai giai đoạn sau này có xu hướng tăng, gây áp lực lên biên lợi nhuận chung của KDH, phản ánh thực tế rằng các dự án giai đoạn sau sẽ có chi phí phát triển cao hơn.

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

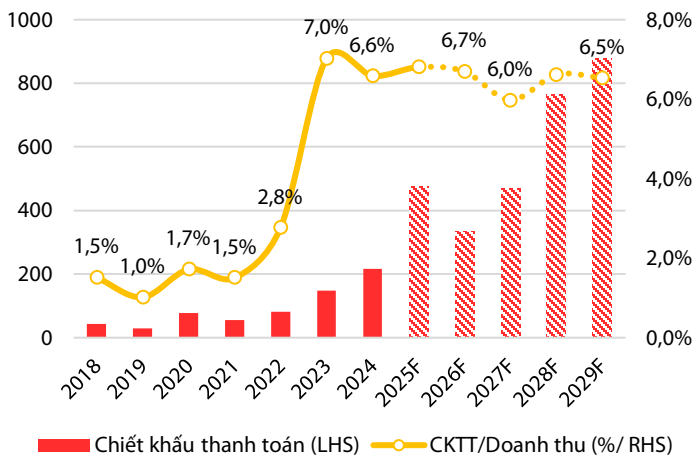
Chiếm lần lượt 7% và 6% trên tổng doanh thu năm 2024. Chúng tôi cho rằng KDH sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ SG&A/Doanh thu trong biên độ 12 – 16% trong suốt giai đoạn 2025 – 2029F.

- Giai đoạn 2018 – 2021, tỷ lệ SG&A/Doanh thu duy trì ổn định quanh mức 9-10% cho thấy KDH kiểm soát khá tốt chi phí vận hành trong bối cảnh mở bán và bàn giao các dự án như Jamila, Lucasta, Rosita, Verosa Park, Safira, Tuy nhiên, bước sang 2022-2023, tỷ lệ SG&A/Doanh thu tăng mạnh lên 14-18%, đạt đỉnh vào năm 2023, do tác động từ sự suy giảm doanh thu trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn. Đồng thời, chi phí bán hàng gia tăng khi KDH mở bán các sản phẩm thấp tầng giá trị cao, đòi hỏi Công ty phải đưa ra chính sách chiết khấu hấp dẫn cũng như giãn tiến độ để thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ, làm gia tăng áp lực lên chi phí hoạt động.
- Trong năm 2024, tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu của KDH giảm trở lại sau khi đạt đỉnh vào năm 2023. Tỷ lệ SG&A/Doanh thu giảm từ mức 18% xuống còn 13%, nhờ vào việc bàn giao dự án The Privia - một sản phẩm cao tầng có tốc độ hấp thụ tốt, giúp tối ưu hóa chi phí hoa hồng và quảng cáo khi KDH không cần đẩy mạnh các hoạt động marketing như trong giai đoạn thị trường khó khăn.
- Trong giai đoạn 2025-2029F, chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi phí SG&A/Doanh thu sẽ ổn định quanh mức 12-16%, khi niềm tin thị trường dần phục hồi và thanh khoản cải thiện, giảm áp lực tăng chi phí bán hàng. Tuy nhiên, với việc mở bán các dự án quy mô lớn và tỷ trọng cao là sản phẩm thấp tầng như Gladia, Solina, Phong Phú 2 và Tân Tạo, chi phí SG&A nhiều khả năng sẽ tăng, chủ yếu do các khoản hoa hồng và hỗ trợ khách hàng. Dù vậy, với triển vọng hấp thụ tích cực, chi phí SG&A vẫn sẽ được duy trì ở mức hợp lý, không gây áp lực lớn lên biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp.

Chi phí tài chính

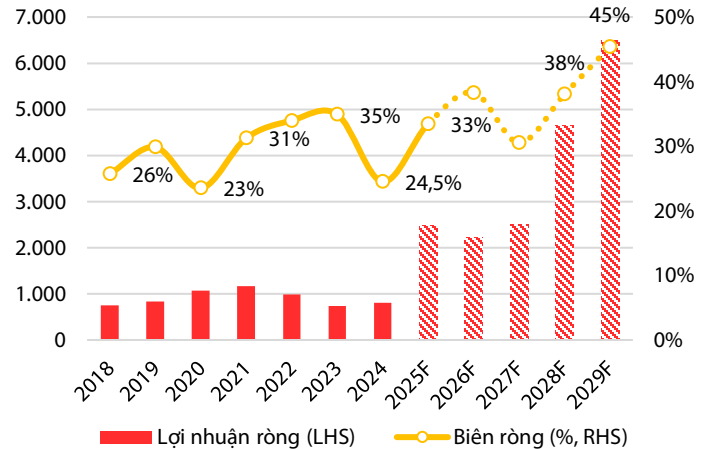
Trong năm 2024, gần như 100% chi phí tài chính của KDH đến từ chiết khấu thanh toán (CKTT) cho khách hàng, ghi nhận mức 215,9 tỷ đồng, tăng 26% so với mức 170,8 tỷ đồng của năm trước. Điều này cho thấy Công ty tiếp tục duy trì các chính sách hỗ trợ khách hàng, đặc biệt trong bối cảnh thị trường bất động sản đang trong giai đoạn phục hồi và niềm tin của nhà đầu tư cần thời gian để cải thiện.

Hình 5: Chiết khấu thanh toán và tỷ lệ CKTT/Doanh thu



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

- Trong giai đoạn 2023-2024, chi phí chiết khấu thanh toán của KDH ghi nhận mức tăng đáng kể, đạt đỉnh vào năm 2024 với tỷ lệ CKTT/Doanh thu lên đến 7%, phản ánh nỗ lực của Công ty trong việc hỗ

trợ thanh khoản và thúc đẩy doanh số bán hàng trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức.

- Trong giai đoạn 2025-2029F, chúng tôi cho rằng chiết khấu thanh toán vẫn ở mức cao do Công ty mở bán các sản phẩm thấp tầng giá trị cao, vốn cần có nhiều chính sách bán hàng hấp dẫn để tăng tốc độ hấp thụ. Tỷ lệ chiết khấu dự kiến giảm nhẹ trong năm 2027 do chủ yếu bàn giao các sản phẩm cao tầng, vốn có tốc độ hấp thụ nhanh hơn.

Lợi nhuận ròng

Biên lợi nhuận ròng năm 2024 ở mức thấp của giai đoạn 2018 – 2024 do việc bàn giao dự án cao tầng với biên lợi nhuận thấp hơn, đồng thời chi phí tài chính tăng lên do chiết khấu thanh toán khi Công ty mở bán dự án vào cuối năm 2023 – thời điểm thị trường BĐS vẫn đang ảm đạm. Bên cạnh đó, SG&A/Doanh thu dự kiến giảm so với năm 2023 nhưng vẫn duy trì ở mức tương đối cao (13%) do các hoạt động mở bán và tiếp thị sản phẩm.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của KDH sẽ cải thiện trong giai đoạn 2025-2026F và tích cực hơn trong giai đoạn 2028 - 2029, phản ánh sự cải thiện từ cả biên lợi nhuận gộp lẫn việc tối ưu chi phí hoạt động. Cụ thể:

- KDH mở bán và bàn giao các dự án thấp tầng, với biên gộp cao hơn,
- Chi phí SG&A/ Doanh thu dự kiến sẽ duy trì ở mức hợp lý, dao động trong khoảng 12-16%,
- Chiết khấu thanh toán trong giai đoạn 2025-2026 nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao do Công ty mở bán các sản phẩm thấp tầng giá trị cao.

Với những yếu tố trên, biên lợi nhuận ròng của KDH dự kiến sẽ duy trì mức cao trong giai đoạn 2025-2029F. Theo đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng sẽ tăng dần từ 29% năm 2025 lên mức 40% vào năm 2029F, phản ánh sự cải thiện đáng kể về hiệu quả kinh doanh của KDH trong chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

Hiệu quả sử dụng vốn

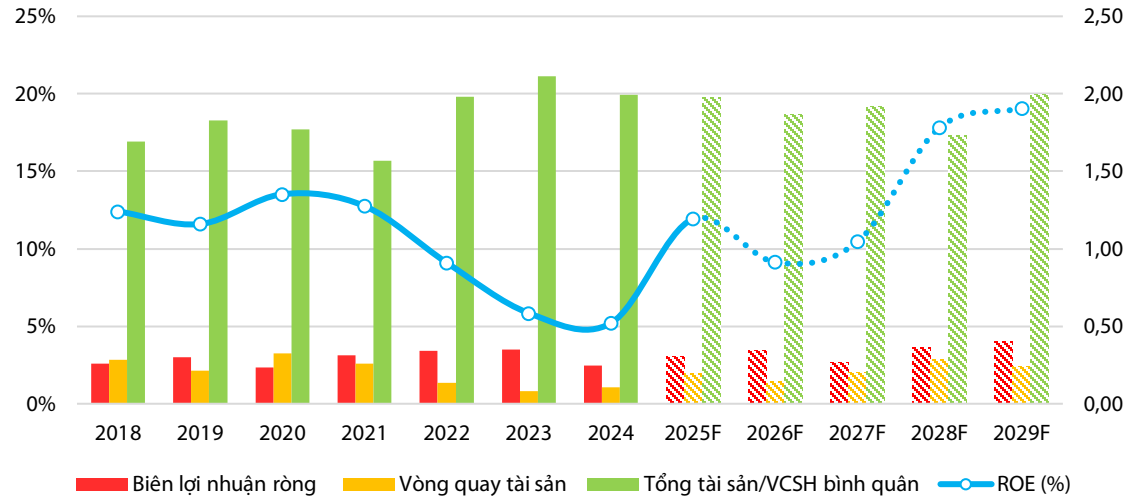
ROE của KDH ghi nhận xu hướng giảm trong giai đoạn 2018 - 2024, từ 12,4% xuống còn 5,2% vào năm 2024. Sự suy giảm này chủ yếu đến từ:

- Biên lợi nhuận ròng thu hẹp khi bàn giao The Privia – dự án cao tầng,
- Vòng quay tài sản giảm mạnh từ 0,14x (2022) xuống 0,08x (2023) và 0,11x (2024), phản ánh mức độ hấp thụ kém của thị trường bất động sản trong khi doanh nghiệp vẫn duy trì phát triển dự án (tăng hàng tồn kho).
- Tỷ lệ Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu đạt đỉnh 2,11x vào năm 2023 nhưng giảm nhẹ xuống 1,99x vào năm 2024, cho thấy KDH đang giảm dần sử dụng đòn bẩy.

Phương pháp Dupont cho thấy, yếu tố ảnh hưởng trọng yếu đến ROE của KDH là vòng quay tài sản. Cụ thể, vòng quay tài sản giảm mạnh từ 0,26x vào năm 2021 xuống mức rất thấp là 0,08x vào năm 2023 và chỉ phục hồi nhẹ lên 0,11x vào năm 2024. Mức giảm này phản ánh thực tế tốc độ ghi nhận doanh thu chậm lại do ảnh hưởng từ điều kiện thị trường bất động sản khiến tiến độ bàn giao các dự án bị kéo dài. Đồng thời, tổng tài sản tăng lên khi KDH tiếp tục hoàn thiện pháp lý, giải phóng mặt bằng và đóng tiền sử dụng đất. Điều này làm tăng hàng tồn kho, trong khi hiệu quả chuyển đổi tài sản thành doanh thu – lợi nhuận chưa kịp đáp ứng.

Theo ước tính của chúng tôi, từ năm 2025, ROE của KDH sẽ có sự phục hồi khi doanh nghiệp bước vào chu kỳ bàn giao các dự án quy mô lớn. Cụ thể, ROE cải thiện lên 11,9% vào năm 2025 nhờ biên lợi nhuận ròng tăng lên 31%, đến từ việc bàn giao các sản phẩm thấp tầng giá trị cao như Gladia. Tuy năm 2026 có thể ghi nhận sự suy giảm nhẹ do giai đoạn chuyển tiếp giữa các dự án nhưng từ năm 2027, ROE sẽ bật tăng trở lại, đạt 10,4% (2027), 17,8% (2028) và 19,1% (2029) khi các dự án Solina, Phong Phú 2 được bàn giao.

Hình 7: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



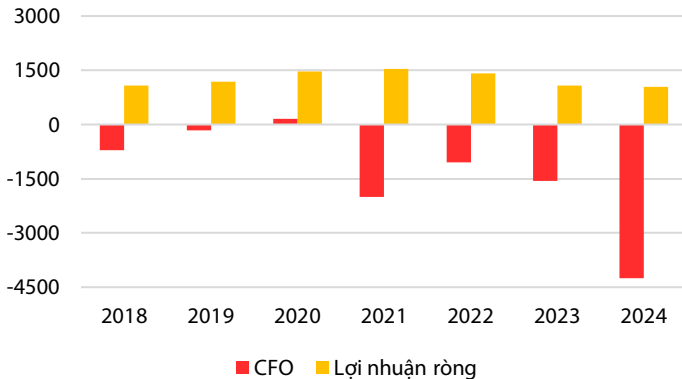
Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Ghi chú: ROE (%), trực trái; Biên lợi nhuận ròng, Vòng quay tài sản, Tổng tài sản/VCSH (trực phải)

Dòng tiền hoạt động kinh doanh

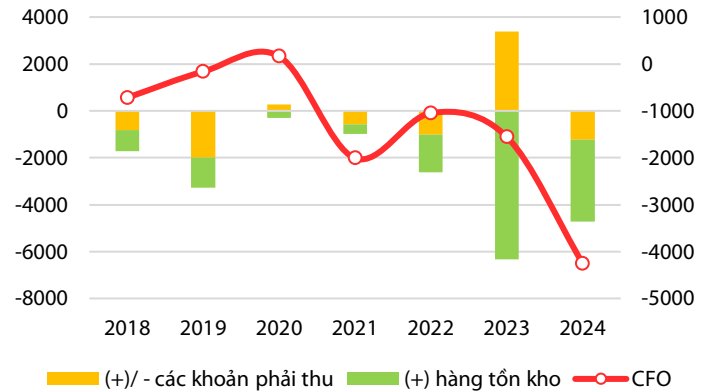
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của KDH có xu hướng dao động mạnh và thường không phản ánh trực tiếp mức lợi nhuận ròng của Công ty. Giai đoạn 2021 – nay cho thấy sự phân kỳ đáng kể giữa lợi nhuận ròng và CFO, đặc biệt năm 2024 ghi nhận dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có mức âm lớn. Nguyên nhân chính của sự phân kỳ này đến từ sự gia tăng hàng tồn kho và khoản phải thu, phản ánh đặc thù của ngành bất động sản khi doanh nghiệp phải đầu tư mạnh vào quỹ đất và dự án trong giai đoạn triển khai nhưng chưa thể ghi nhận ngay dòng tiền vào từ khách hàng.

Hình 8: So sánh CFO với lợi nhuận ròng của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Ảnh hưởng của KPT và HTK lên CFO của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

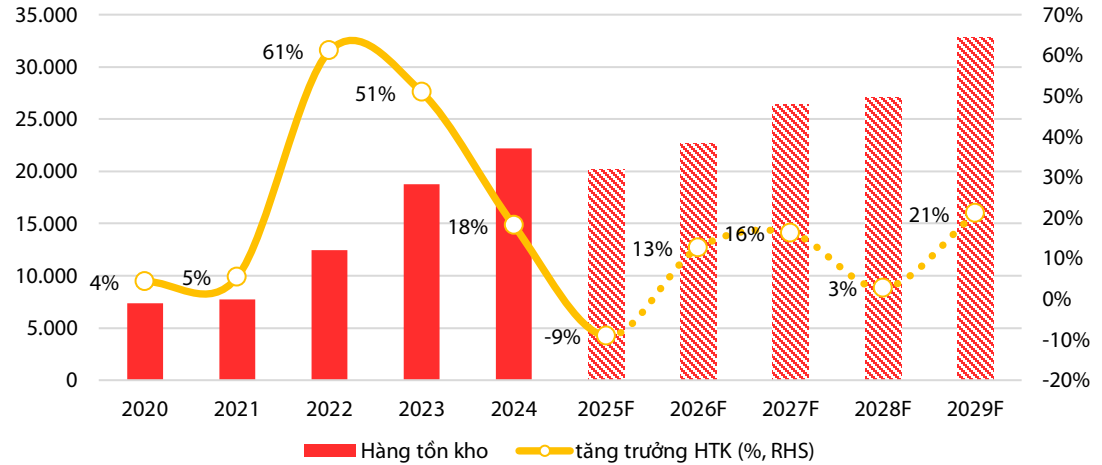
Ghi chú: Khoản phải thu (KPT), Hàng tồn kho (HTK)

Hàng tồn kho và khoản phải thu có tác động đáng kể đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của KDH. Nhìn vào xu hướng biến động chúng ta có thể nhận thấy:

Hàng tồn kho

Số dư hàng tồn kho tăng mạnh trong các năm gần đây, đặc biệt năm 2023 (+6.334 tỷ đồng) và 2024 (+3.495 tỷ đồng), do Công ty đẩy mạnh đến bù và giải phóng mặt bằng tại các khu đất quan trọng như Bình Trưng - Bình Trưng Đông, KDC Phong Phú 2, KDC Tân Tạo và Solina (Bình Hưng 11A). Việc này nằm trong chiến lược dài hạn nhằm mở rộng quỹ đất và đảm bảo nguồn cung dự án trong các năm tới. Đồng thời, trong năm 2023 Công ty cũng tiếp tục triển khai xây dựng dự án The Privia, để kịp tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu vào năm 2024.

Hình 10: Ước tính HTK của KDH giai đoạn 2020 – 2028



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Năm 2024, hàng tồn kho của KDH tiếp tục tăng khi Công ty đẩy mạnh triển khai xây dựng tại các dự án Clarita, Emeria, đồng thời tiếp tục hoàn thiện 100% công tác giải phóng mặt bằng cho các khu đất Bình Trưng - Bình Trưng Đông, KDC Phong Phú 2 và 90% KDC Tân Tạo. Đây là giai đoạn quan trọng giúp Công ty chuẩn bị cho các dự án mới, đảm bảo nguồn cung sẵn sàng khi thị trường phục hồi.

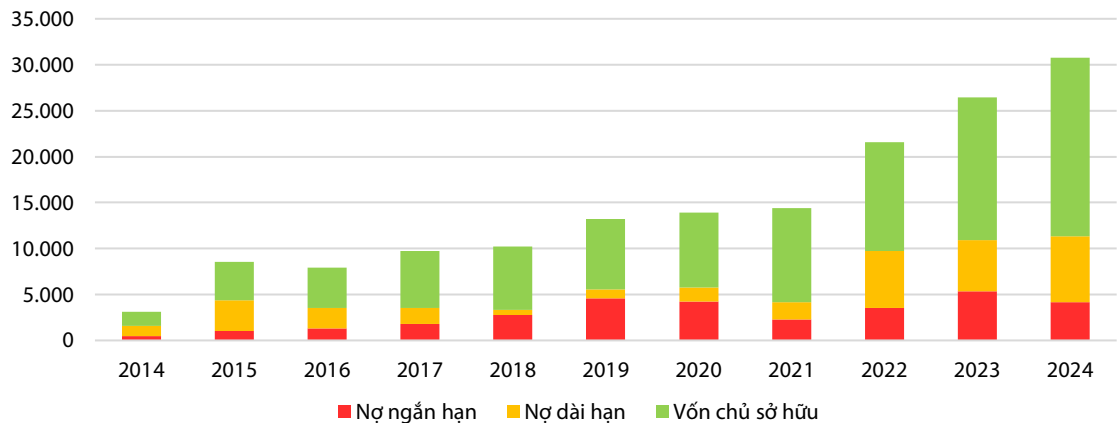
Chúng tôi cho rằng, trong các năm tới, dòng tiền hoạt động kinh doanh của KDH có thể cải thiện dần khi Công ty bước vào chu kỳ bàn giao mạnh mẽ từ 2025 trở đi với các dự án như Gladia (Clarita & Emeria), Solina và Phong Phú 2, giúp giảm áp lực hàng tồn kho và thúc đẩy dòng tiền thu về từ khách hàng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hàng tồn kho vẫn sẽ tăng trưởng khi Công ty tiếp tục thực hiện các công tác pháp lý và triển khai dự án quy mô lớn – KDC Tân Tạo.

Người mua trả tiền trước

Trong năm 2023, số dư người mua trả tiền trước duy trì ở mức cao nhờ tỷ lệ hấp thụ tốt của dự án The Privia, khi khách hàng tiếp tục thanh toán theo tiến độ. Tuy nhiên, sang năm 2024, khi KDH bắt đầu bàn giao các sản phẩm của dự án này, khoản tiền ứng trước từ khách hàng được ghi nhận vào doanh thu, khiến số dư giảm đáng kể. Cho các năm sau, với kỳ vọng các sản phẩm sẽ hấp thụ tốt, chúng tôi cho rằng dòng tiền từ khách hàng (thể hiện qua biến động số dư người mua trả tiền trước) sẽ giúp doanh nghiệp hoàn thiện và bàn giao các dự án đúng tiến độ, tránh phụ thuộc vào đòn bẩy tài chính.

Cơ cấu nguồn vốn và đòn bẩy tài chính

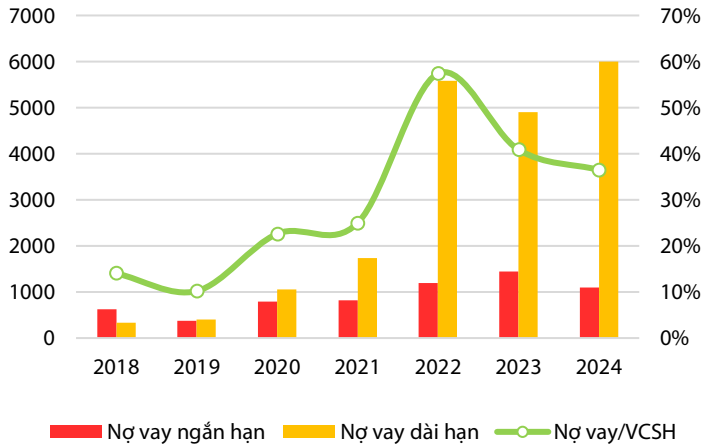
Hình 11: Cơ cấu nguồn vốn của KDH giai đoạn 2028 – 2024



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng dư nợ vay của KDH đạt 7.098 tỷ đồng (+12% YoY), tăng nhẹ so với mức 6.320 tỷ đồng vào cuối năm 2023. Trong đó, nợ dài hạn chiếm 85%, đạt 5.998 tỷ đồng, chủ yếu từ các khoản vay ngân hàng phục vụ mục đích phát triển quỹ đất và triển khai dự án. Trong khi đó, nợ ngắn hạn chiếm 15%, đạt 1.100 tỷ đồng, chủ yếu đến từ hai lô trái phiếu đến hạn trong năm 2025 với tổng giá trị 1.100 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, dòng tiền từ hoạt động bàn giao các dự án như The Privia và The Gladia trong năm 2025 là cơ sở để chúng tôi cho rằng khả năng đáp ứng nghĩa vụ trái phiếu của KDH là khả thi.

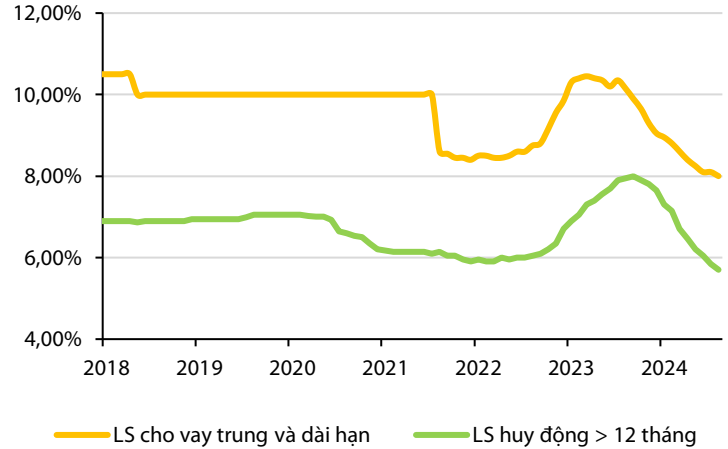
Hình 12: Cơ cấu nợ vay của KDH giai đoạn 2018-2028



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Ghi chú: Nợ vay ngắn hạn, Nợ vay dài hạn (trục trái); Nợ vay/VCSH (trục phải)

Hình 13: Lãi suất huy động – cho vay giai đoạn 2018-2024



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

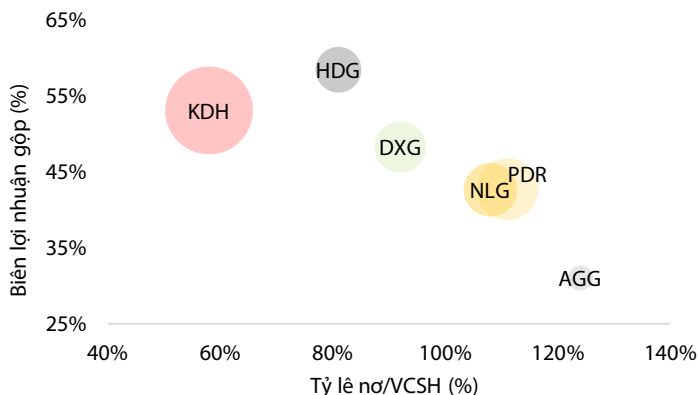
Tỷ lệ nợ trên VCSH (D/E)

So với một số doanh nghiệp cùng ngành, KDH duy trì tỷ lệ nợ/VCSH ở mức 58% - thấp nhất trong nhóm doanh nghiệp so sánh, trong khi vẫn ghi nhận biên lợi nhuận gộp (BLNG) ở mức cao – đạt 53%. Trái ngược với đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao như PDR, NLG, AGG lại ghi nhận biên lợi nhuận gộp thấp hơn đáng kể, phần nào phản ánh áp lực tài chính và rủi ro chi phí lãi vay ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng KDH với chiến lược tài chính thận trọng sẽ tiếp tục giúp Công ty kiểm soát rủi ro trong bối cảnh thị trường bất động sản vẫn đang trong giai đoạn hồi phục.

Khả năng thanh toán

Chúng tôi nhận thấy khả năng thanh toán của KDH duy trì ở mức tốt, đặc biệt khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành. Điều này đến từ chiến lược quản lý vốn thận trọng, đảm bảo nguồn lực tài chính cho các kế hoạch triển khai dự án trong tương lai.

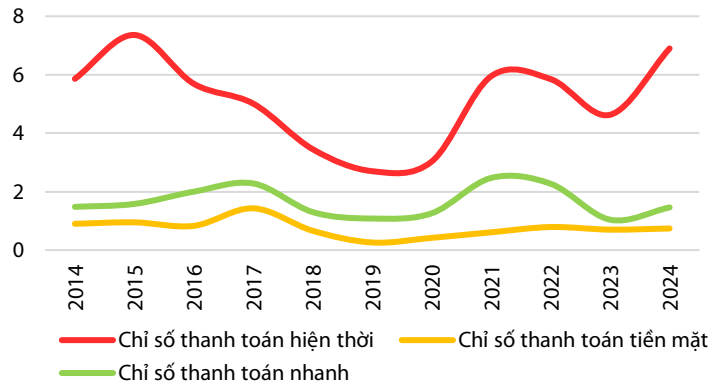
Hình 14: Tỷ lệ nợ/VCSH, BLNG và VHTT của KDH so sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành năm 2024



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Chú thích: Kích cỡ hình tròn dựa trên Vốn hóa thị trường (VHTT) của các Công ty.

Hình 15: Các chỉ số khả năng thanh toán của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Chính sách cổ tức

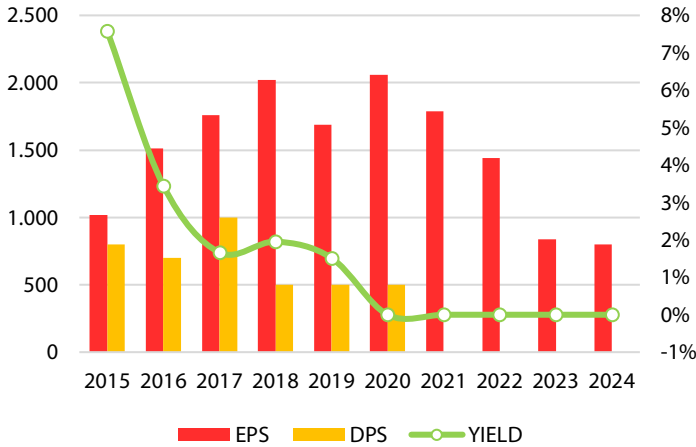
KDH có chính sách cổ tức linh hoạt, phù hợp với từng giai đoạn phát triển. Công ty duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt trong giai đoạn từ trước năm 2020. Tuy nhiên, từ 2020 - 2023, Công ty đã chuyển sang chỉ trả cổ tức bằng cổ phiếu, với tỷ lệ 10%. Việc chuyển đổi sang cổ tức bằng cổ phiếu giúp KDH giữ lại dòng tiền để tái đầu tư, đặc biệt trong bối cảnh mở rộng quỹ đất và tăng cường hoạt động đền bù, GPMB đối với các dự án quy mô lớn. Mặc dù chính sách này giúp tăng vốn điều lệ mà không làm tăng gánh nặng tài chính, nhưng sẽ làm pha loãng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) của Công ty.

Đối với năm 2024 và 2025, chúng tôi cho rằng KDH nhiều khả năng sẽ tiếp tục chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, do Công ty vẫn đang tập trung nguồn lực tài chính vào giải phóng mặt bằng (GPMB) và phát triển các dự án quy mô lớn như KDC Tân Tạo, Solina và các dự án trọng điểm khác.

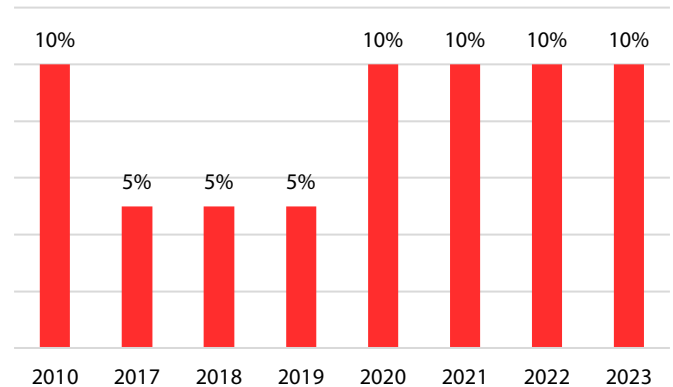
Trong dài hạn, chính sách cổ tức của KDH sẽ phụ thuộc vào dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và tiến độ triển khai dự án. Nếu Công ty tiếp tục bàn giao các dự án có biên lợi nhuận cao và hoàn thành quá trình mở rộng quỹ đất, khả năng quay lại trả cổ tức tiền mặt sẽ được xem xét, đảm bảo cân bằng giữa tái đầu tư và lợi ích cổ đông.

Hình 16: Lợi nhuận và cổ tức tiền mặt của KDH giai đoạn 2015 - 2024

Hình 17: Cổ tức bằng cổ phiếu



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Công ty

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) là một trong những chủ đầu tư bất động sản hàng đầu tại TP.HCM, với bề dày hoạt động hơn 20 năm trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh các dự án nhà ở, khu đô thị và khu công nghiệp. Công ty chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) vào năm 2010 với mã cổ phiếu KDH.

Quá trình hình thành và phát triển

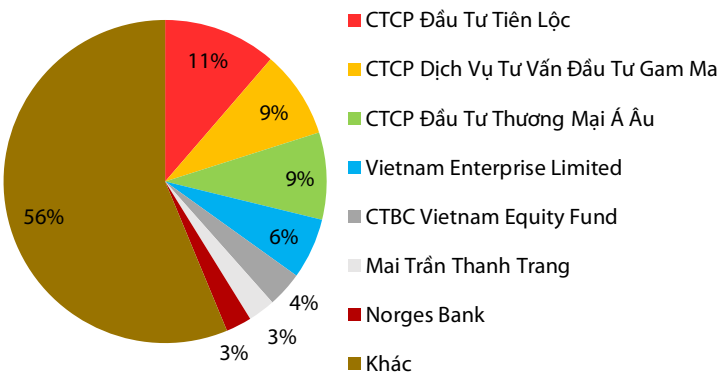
Năm	Sự kiện
2001	➤ Thành lập Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền.
2007	➤ Tăng vốn và IPO thành Công ty Cổ phần. Công ty tăng vốn và IPO thành Công ty Cổ phần với vốn điều lệ 332 tỷ đồng. ➤ Quỹ đầu tư nước ngoài VinaCapital và Prudential góp vốn trở thành cổ đông.
2010	➤ Niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. ➤ Tăng vốn điều lệ lên 439 tỷ đồng và niêm yết 43,9 triệu cổ phiếu (mã cổ phiếu KDH) trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX).
2014	➤ Quỹ đầu tư Dragon Capital trở thành cổ đông lớn. ➤ Tăng vốn điều lệ lên 750 tỷ đồng với sự tham gia của cổ đông lớn là Quỹ đầu tư Dragon Capital. ➤ Triển khai dự án nhà phố Mega Ruby và Mega Residence tọa lạc tại đường Võ Chí Công (TP. Thủ Đức).
2015	➤ Triển khai dự án biệt thự cao cấp Lucasta, The Venica ở khu Đông và mở rộng địa bàn sang khu Nam TP. Hồ Chí Minh. ➤ Tăng vốn điều lệ lên 1.800 tỷ đồng và tích lũy diện tích đất có quy mô lớn ở khu Nam TP. Hồ Chí Minh.
2018	➤ Triển khai khu căn hộ Jamila, Safira và tích lũy quỹ đất ở khu Nam TP. Hồ Chí Minh. ➤ Tăng vốn điều lệ lên hơn 4.140 tỷ đồng và tích lũy quỹ đất khu đô thị quy mô trên 500 ha ở khu Nam TP. Hồ Chí Minh.
2019-2020	➤ Triển khai dự án biệt thự và nhà phố Verosa Park nổi bật ở khu Đông và định vị thị trường của Tập đoàn Khang Điền ở khu vực Tây Nam TP. HCM với dự án Khu căn hộ Lovera Vista.
2021	➤ Đánh dấu cột mốc 20 năm phát triển. Kỷ niệm 20 năm thành lập và phát triển với danh mục trên 50 dự án, cung cấp cho thị trường hơn 20.000 sản phẩm nhà ở đa dạng, đạt tỷ lệ hấp thụ trung bình trên 95%.
2022	➤ Triển khai dự án The Classia. ➤ Tăng vốn điều lệ lên hơn 7.168 tỷ đồng, kiên định phát triển bền vững.
2023	➤ Mở bán dự án The Privia và hợp tác liên doanh với Tập đoàn Keppel (Singapore) phát triển dự án nhà ở tại Thành phố Thủ Đức. ➤ Tăng vốn điều lệ lên hơn 7.993 tỷ đồng. Tích cực tạo quỹ đất lớn tại vùng vành đai các đô thị tài chính nhiều mục tiêu và khu vực ven bờ sông Sài Gòn, là biểu tượng vững mạnh và tinh thần của Thành phố Thủ Đức.

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

Ở thời điểm hiện tại, cơ cấu cổ đông của Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) có sự tham gia của nhiều tổ chức lớn, nổi bật là CTCP Đầu Tư Tiến Lộc với tỷ lệ sở hữu 11,3%. Bên cạnh đó, các cổ đông đáng chú ý khác bao gồm CTCP Dịch Vụ Tư Vấn Đầu Tư Gam Ma (8,8%), CTCP Đầu Tư Thương Mại Á Âu (8,7%), CTBC Vietnam Equity Fund (3,6%) và Norges Bank (2,6%). Cổ đông cá nhân Mai Trần Thanh Trang nắm giữ 2,8% cổ phần, trong khi phần lớn còn lại thuộc về các cổ đông nhỏ khác (56,3%). Hiện tại, tỷ lệ sở hữu nước ngoài chiếm 35,8%, còn lại là các cổ đông khác cho thấy sức hút của KDH đối với các nhà đầu tư tổ chức lớn trong nước và vẫn còn dư địa đối với các nhà đầu tư quốc tế.

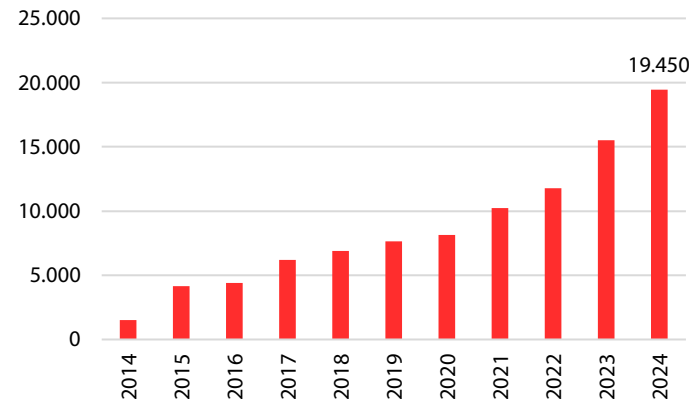
Vốn chủ sở hữu của KDH liên tục tăng trưởng trong thập kỷ qua, đạt 19.450 tỷ đồng vào năm 2024. Việc gia tăng VCSH qua từng năm cũng cho thấy KDH đã liên tục củng cố năng lực tài chính, tăng cường tiềm lực vốn để phát triển các dự án bất động sản quy mô lớn. Điều này là nền tảng giúp Công ty tiếp tục mở rộng quỹ đất, đầu tư phát triển các dự án mới tại khu vực TP.HCM.

Hình 18: Cơ cấu cổ đông của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Thay đổi vốn chủ sở hữu qua các năm (Tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Khang Điền tập trung vào lĩnh vực phát triển và kinh doanh bất động sản, đặc biệt là phân khúc nhà ở và khu đô thị tại TP.HCM với danh mục sản phẩm đa dạng từ căn hộ chung cư, nhà liền kề, biệt thự cao cấp cho đến các khu đô thị lớn. Trong đó, các sản phẩm thấp tầng như biệt thự, nhà phố thường mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn, dao động từ 55-60%. Trong khi các dự án cao tầng có biên lợi nhuận gộp thấp hơn, khoảng 40-45%. Dự án The Privia là dự án gần đây nhất của KDH, với tổng 1.043 sản phẩm đã đạt tỷ lệ tiêu thụ 100% tính đến tháng 2/2024).

Bảng 4: Các dự án đã triển khai của KDH trong quá khứ

STT	Tên dự án	Diện tích (ha)	Vị trí	Sản phẩm	Năm
1	Khang Điền - Phước Long B	10,4	P. Phước Long B, TP. Thủ Đức	247 căn biệt thự và nhà liền kề	
2	River Town	7,1	P. Phước Long B, TP. Thủ Đức	197 căn biệt thự và nhà liền kề	
3	Topia Garden	6	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	225 căn biệt thự và nhà liền kề	
4	Mega Residence	3,2	Võ Chí Công, P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	158 căn nhà liền kề	2014
5	Mega Ruby	5	Võ Chí Công, P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	222 căn nhà liền kề	2014
6	Mega Village	5,7	Võ Chí Công, P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	323 căn nhà liền kề	2015
7	Melosa Garden	5,7	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	567 căn nhà liền kề và biệt thự	2015
8	The Venica	3,1	TP. Thủ Đức	43 căn biệt thự	2015
9	Lucasta	8,2	TP. Thủ Đức	140 căn biệt thự	2015
10	Rosita Garden	3,1	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	118 căn nhà liền kề	2017
11	Merita	3,1	TP. Thủ Đức	131 căn nhà liền kề vườn và nhà phố thương mại	2017
12	Jamila	1,7	Song Hành, Cao tốc TP.HCM - LT - DG	867 căn hộ và 6 căn TMDV	2018
13	Safira	2,7	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	1.570 căn hộ và 23 căn TMDV	2018
14	Lovera Vista	1,8	Bình Chánh, TP. HCM	1.310 căn hộ	2019
15	Verosa Park	8,1	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	293 căn nhà liền kề và biệt thự	2020
16	The Classia	4,3	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	176 căn nhà liền kề	2023
17	The Privia	116	An Dương Vương, Bình Tân	1.034 căn hộ	2023
18	The Gladia	12	P. Phú Hữu, TP. Thủ Đức	200 căn thấp tầng	2024

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Ghi chú: Căn hộ chung cư (CHCC); Nhà phố thương mại (NPTM); Nhà liền kề (NTK); Thương mại dịch vụ (TMDV).

Quá trình định vị sản phẩm và phân khúc khách hàng của KDH

Lịch sử phát triển dự án của KDH cho thấy một chiến lược nhất quán và có chọn lọc trong việc định vị dòng sản phẩm bất động sản, tập trung mạnh vào phân khúc thấp tầng (cao cấp) và cao tầng (vừa túi tiền) tại các khu vực có tiềm năng tăng trưởng cao, đặc biệt là TP. Thủ Đức, Bình Chánh và khu Tây TP.HCM.

Trong giai đoạn đầu, KDH định vị sản phẩm trong phân khúc tầm trung – cao cấp có pháp lý sạch, bàn giao và cấp Giấy chứng nhận quyền sở hữu đúng tiến độ – tạo dựng uy tín vững chắc trên thị trường. Từ giai đoạn 2014 đến nay, KDH đã triển khai thành công hơn 15 dự án, trong đó hơn 70% là các khu nhà phố liên kế, biệt thự, hướng đến nhóm khách hàng có nhu cầu ở thực và mức sống trung - cao cấp. Dòng sản phẩm cao tầng như Jamila, Safira, Lovera Vista chiếm tỷ trọng nhỏ hơn. Từ năm 2022 đến nay, KDH có xu hướng quay trở lại với định hướng là phân khúc thấp tầng, phản ánh rõ qua các dự án như The Classia (2022), The Gladia (2024) và các dự án trọng điểm giai đoạn 2025–2029 như The Solina và KDC Phong Phú 2.

Chúng tôi cho rằng, sự nhất quán theo đuổi phân khúc đã định vị sẽ giúp KDH duy trì lợi thế cạnh tranh và mức độ hấp thụ, bởi: 1/ Công ty đã tích lũy kinh nghiệm dày dặn trong việc phát triển các dự án; 2/ Công ty cũng đã xây dựng được uy tín vững chắc với tệp khách hàng có thu nhập cao, nhờ khả năng thiết kế quy hoạch bài bản, pháp lý minh bạch và chất lượng bàn giao tốt.

Chiến lược mở rộng quỹ đất

Với định hướng phát triển bền vững và tập trung vào các dự án bất động sản tại khu vực đô thị TP.HCM, Khang Điền không ngừng mở rộng quỹ đất để đảm bảo tiềm năng phát triển dài hạn. Một trong những thương vụ M&A nổi bật của KDH là thương vụ sáp nhập với Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCCI) vào năm 2018. Thương vụ này không chỉ giúp KDH mở rộng quy mô mà còn mang lại những lợi thế cạnh tranh đáng kể trên thị trường bất động sản TP.HCM.

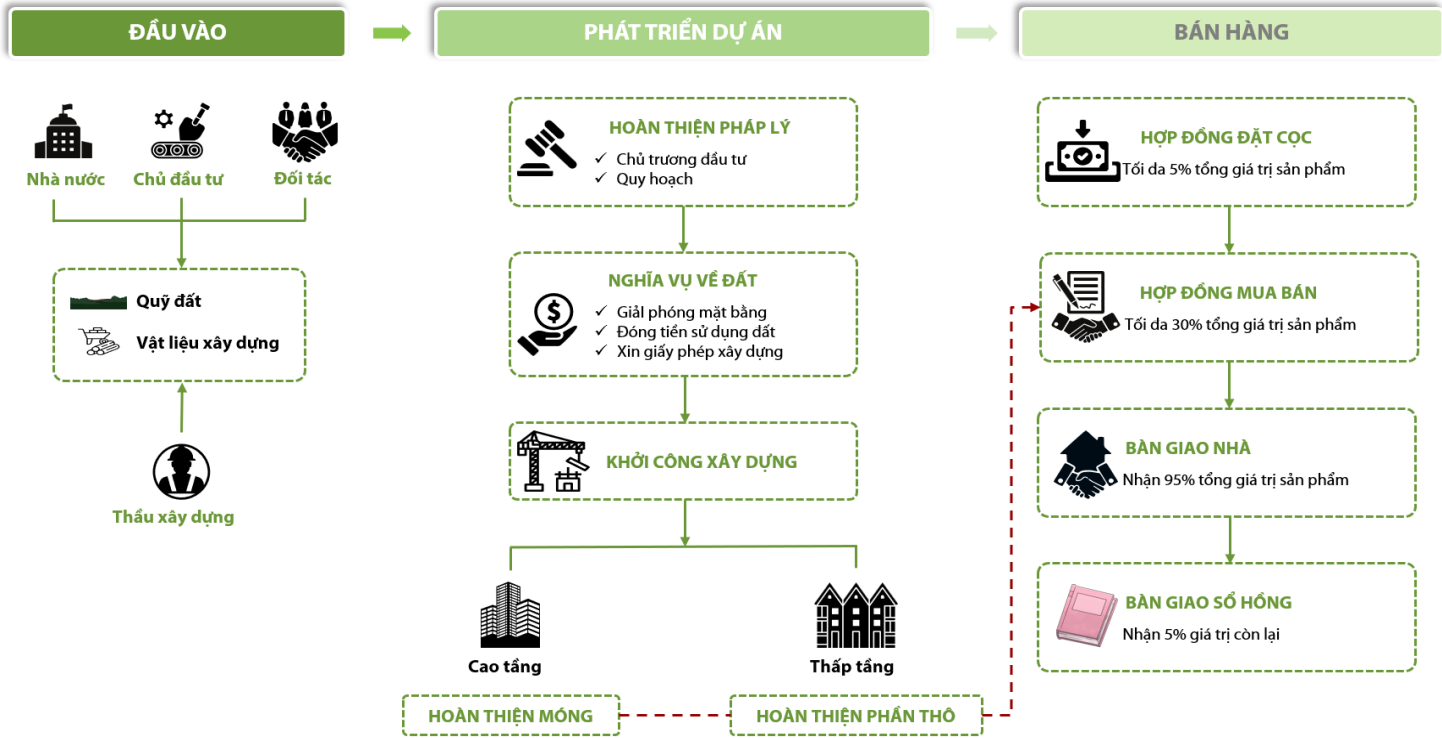
Cụ thể, việc thôn tóm BCCI đã giúp KDH sở hữu thêm hơn 589 ha quỹ đất tại các vị trí chiến lược như Bình Chánh và khu Tây Nam TP.HCM – vốn là những khu vực giàu tiềm năng phát triển trong dài hạn nhờ tốc độ đô thị hóa và sự mở rộng hạ tầng giao thông của thành phố. Một số quỹ đất nổi bật mà KDH nhận được sau thương vụ bao gồm: Khu đô thị Tân Tạo (329 ha), Khu dân cư Phong Phú 2 (132 ha), cùng Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng (110 ha). Bên cạnh đó, KDH còn tiếp nhận thêm nhiều dự án dân cư, thương mại và công nghiệp đã và đang trong giai đoạn triển khai. ([trở lại phần doanh thu](#))

Trước đây, KDH nổi tiếng với chiến lược phát triển thận trọng, tập trung vào phân khúc chung cư, nhà ở thấp tầng trung – cao cấp tại khu Đông TP.HCM. Doanh nghiệp thường chỉ triển khai khoảng 1 dự án mỗi năm để đảm bảo sự an toàn về dòng tiền và hiệu quả vận hành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giai đoạn từ 2025 đến 2029 sẽ là bước ngoặt chiến lược của KDH khi công ty chính thức mở rộng hoạt động phát triển dự án sang khu Tây Nam. Dự kiến, từ năm 2028 trở đi, các dự án quy mô lớn tại khu Tây và Nam TP.HCM sẽ lần lượt được đưa ra thị trường, góp phần gia tăng nguồn cung sản phẩm và mở rộng đáng kể thị phần của KDH.

Chuỗi giá trị doanh nghiệp

Chuỗi giá trị của KDH được xây dựng trên nền tảng phát triển bất động sản toàn diện, bao gồm các giai đoạn từ sở hữu & phát triển quỹ đất, tài trợ & huy động vốn, khai thác & bán hàng, xây dựng & quản lý thi công, đến sử dụng & khai thác tài sản. Công ty chủ động kiểm soát các khâu quan trọng nhằm tối ưu hóa chi phí, đảm bảo tiến độ và nâng cao hiệu suất hoạt động. Bên cạnh đó, KDH tận dụng hệ sinh thái hỗ trợ từ các tổ chức tài chính, đơn vị môi giới, nhà thầu và Công ty quản lý tài sản để tối ưu hóa nguồn lực và gia tăng giá trị sản phẩm. Cách tiếp cận này giúp Công ty duy trì lợi thế cạnh tranh, nâng cao biên lợi nhuận gộp và tạo nền tảng tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Ngoài ra, KDH cũng chặt chẽ trong việc hoàn thiện pháp lý các dự án, đảm bảo bàn giao đủ sổ hồng cho người mua nhà – lợi thế cạnh tranh bền vững của doanh nghiệp.

Hình 20: Chuỗi giá trị của các doanh nghiệp bất động sản



Nguồn: CTCK Rồng Việt

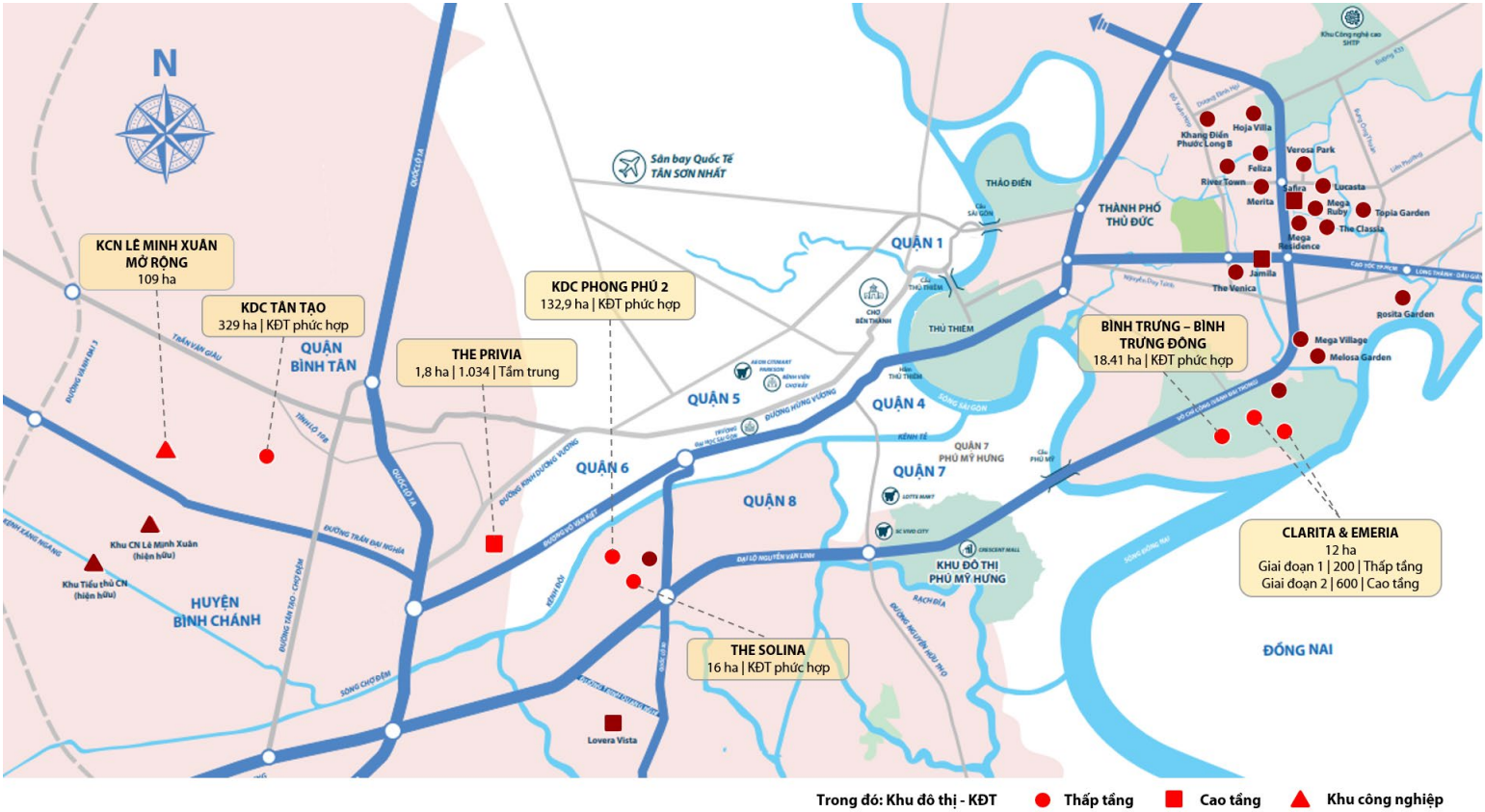
Quỹ đất và các dự án nổi bật

Trong bối cảnh chủ trương [sáp nhập các tỉnh thành](#) đang được đẩy mạnh, KDH là một trong số ít doanh nghiệp đã sớm đón đầu bằng việc tích lũy quỹ đất lớn tại khu Tây và khu Nam TP.HCM. Hiện Công ty đang sở hữu quỹ đất hơn 600 ha, tập trung tại các khu vực trọng điểm như Bình Tân, Bình Chánh và TP. Thủ Đức – những khu vực nằm liền kề các tỉnh thuộc vùng kinh tế trọng điểm phía Nam như Long An, Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu.

Nhờ vị trí chiến lược, các khu đất của KDH có khả năng kết nối trực tiếp với các tuyến hạ tầng liên vùng như Vành đai 3, Vành đai 4, cao tốc Bến Lức – Long Thành, Metro số 1 và Metro số 3A, tạo điều kiện thuận lợi để đón đầu dòng vốn đầu tư đô thị – công nghiệp – hạ tầng trong trung và dài hạn:

- Khu vực Bình Tân:** Nằm ở phía Tây TP.HCM, khu vực này có lợi thế kết nối với các tuyến đường trọng điểm như Quốc lộ 1A và đường cao tốc Trung Lương, giúp việc di chuyển vào trung tâm thành phố và các tỉnh miền Tây thuận lợi hơn. Hạ tầng ngày càng hoàn thiện, tạo điều kiện thúc đẩy tốc độ hấp thụ cho các dự án trong tương lai, điển hình là các dự án như The Privia và KDC Tân Tạo.
- Khu vực Bình Chánh:** Là cửa ngõ phía Tây Nam, đang hưởng lợi từ các dự án lớn như Metro số 3A và cao tốc Bến Lức – Long Thành. Với loạt dự án quy mô lớn như KDC Phong Phú 2, The Solina và khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng, chúng tôi cho rằng Bình Chánh sẽ trở thành tâm điểm kết nối giữa đô thị và công nghiệp trong những năm tới.
- Khu vực TP. Thủ Đức:** Nằm ở phía Đông Bắc TP.HCM, đây là trung tâm mới của thành phố với hạ tầng phát triển mạnh mẽ như tuyến Metro số 1 (Bến Thành - Suối Tiên) và các tuyến đường vành đai 2–3 cùng hệ sinh thái giáo dục – công nghệ. Các dự án của KDH tại đây như Gladia (Clarita và Emeria) các giai đoạn sau được kỳ vọng hưởng lợi từ làn sóng đô thị hóa và sự phát triển của khu vực trung tâm mới này.

Hình 21: Vị trí các dự án của KDH



Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt
Ghi chú: các dự án đã hoàn thành (đỏ đậm); các dự án và quỹ đất đang thực hiện (đỏ)

Bảng 5: Tiến độ các dự án của KDH, tính tới cuối năm 2024

Dự án	Diện tích (ha)	Vị trí	Tình hình triển khai
Privia	1,8	Bình Tân	- Đã bàn giao và ghi nhận doanh thu 55-60% tổng sản phẩm của dự án - Tiếp tục bàn giao số sản phẩm còn lại trong 1H2025.
Gladia (Clarita và Emeria)	12	Tp. Thủ Đức	- Đang làm việc với Ngân hàng để đưa ra các ưu đãi về lãi suất tốt nhất cho khách hàng. Dự kiến mở bán vào Q2/2025. - Phân khu cao tầng đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý, dự kiến triển khai từ 2025.
Solina	16	Bình Chánh	- Đã hoàn thành đồng tiến sử dụng đất cho phase 1 (13ha) vào tháng 7/2024. - Đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng, dự kiến triển khai từ 2025 cho giai đoạn 1 khoảng 500 sản phẩm. - Giai đoạn 2 (3ha) đang tiến hành hoàn tất thủ tục đền bù, xin giao đất và đồng tiến sử dụng đất.
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	109	Bình Chánh	- Đã được giao đất cho diện tích 89ha, đang tính tiến sử dụng đất và xin GPXD. - Dự kiến có GPXD và triển khai xây dựng hạ tầng trong 2025. - Dự kiến đưa vào kinh doanh giai đoạn 2025 – 2026.
KDC Tân Tạo	329	Bình Tân	- Đã có chủ trương đầu tư, phê duyệt quy hoạch 1/500. - Đã GPMB được ~90%. Đang tiếp tục quá trình đền bù GPMB, dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025 – đầu năm 2026 để tiến hành khởi công dự án vào 2027.
KDC Phong Phú 2	132,9	Bình Chánh	- Đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng trong 2024 - Dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý trong 2Q2025, bắt đầu triển khai từ 2026.
Binh Trung – Binh Trung Đông	18,41	Tp. Thủ Đức	Phần đất nằm gần dự án Gladia. Đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng trong 2024.

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

Tiến độ và giả định đối với các dự án

Các dự án đóng góp doanh thu cho năm 2025: [\(trở lại phần doanh thu\)](#)

- Nửa đầu năm 2025, Công ty tiếp tục ghi nhận doanh thu từ The Privia với tổng doanh thu bàn giao còn lại ước tính khoảng 1.500 tỷ đồng.
- Với chiến lược phát triển dự án “gối đầu”, KDH dự kiến sẽ triển khai mở bán dự án trọng điểm của năm 2025 – Gladia (Clarita & Emeria) vào Q2/2025. Đây là dự án biệt thự và nhà phố thấp tầng hợp tác với Keppel Land tại đường Võ Chí Công, Thành phố Thủ Đức. Ở giai đoạn đầu, KDH dự kiến mở bán phân khu thấp tầng với khoảng 200 sản phẩm với mức giá mở bán ước tính dao động trong khoảng 11.000 – 11.500 USD/m² (tương đương 260 – 280 triệu đồng/m²), cao hơn đáng kể so với mốc ~8.000 USD/m² đạt được tại dự án Classia ra mắt năm 2023. Việc mở bán dự án này đã bị trì hoãn so với kế hoạch ban đầu (2H24) do KDH và Keppel điều chỉnh thiết kế, gia tăng diện tích cảnh quan xanh và hướng đến đạt chứng nhận “BCA Green Mark” – tiêu chuẩn do Cơ quan Xây dựng Singapore quản lý, nhằm đảm bảo các tiêu chí về thiết kế, thi công và vận hành bền vững. Chứng nhận này được kỳ vọng sẽ nâng cao giá trị dự án, tăng sức hấp dẫn đối với nhóm khách hàng cao cấp, từ đó cải thiện khả năng tiêu thụ trên thị trường.

Bảng 6: Chi tiết về tiến độ và giả định đối với các dự án của KDH

Dự án	Tiến độ và giả định
 Privia (An Dương Vương)	- Tọa lạc tại mặt tiền đường An Dương Vương, Bình Tân, The Privia sở hữu vị trí chiến lược, dễ dàng kết nối với các trục giao thông chính như Đại lộ Võ Văn Kiệt, Kinh Dương Vương và Quốc lộ 1A. - Với tổng 1.034 căn hộ, KDH đã mở bán và cuối 2023 và tỷ lệ hấp thụ đạt 100% tính tới 4/2024. Dự án đã hoàn thiện và bắt đầu bàn giao cho người mua nhà vào tháng 11/2024. Giả định: Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ hoàn thành bàn giao và ghi nhận doanh thu từ số sản phẩm còn lại trong nửa đầu năm 2025. Với tổng doanh thu ước đạt 1.700 tỷ đồng, biên gộp từ dự án duy trì mức 44%.
 Gladia (Clarita & Emeria giai đoạn 1)	- Dự án hợp tác với Keppel Land, tọa lạc tại đường Võ Chí Công, Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức, TP.HCM, một trong những khu vực có tiềm năng phát triển mạnh nhờ lợi thế về hạ tầng và kết nối giao thông: 1/ Dễ dàng kết nối với cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây, 2/ Hướng lợi từ các dự án hạ tầng trọng điểm như tuyến Vành đai 3, mở rộng đường Nguyễn Duy Trinh,... - Tổng sản phẩm cho toàn dự án gồm 800 sản phẩm. Giai đoạn 1 gồm ~200 căn thấp tầng (bao gồm biệt thự, nhà phố). - Hướng đến phân khúc cao cấp, với mục tiêu đạt chứng nhận BCA Green Mark (Singapore), giúp nâng cao giá trị thương mại và tính hấp dẫn của dự án. Giả định: Chúng tôi cho rằng dự án sẽ sớm được mở bán vào Q2/2025 với giá bán ước tính ~11.000 - 11.500 USD/m² (~260 - 280 triệu VNĐ/m²). Theo ước tính của chúng tôi, dự án này sẽ đóng góp lần lượt ~5.200 tỷ đồng doanh số bán hàng và 4.800 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong năm 2025. Đối với giai đoạn 2 (600 sản phẩm cao tầng), chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hoàn thành pháp lý và bắt đầu triển khai xây dựng vào cuối năm 2025 để có thể mở bán vào cuối năm 2026. (trở lại phần lợi nhuận)

Các dự án triển khai trong giai đoạn 2026 – 2029: [\(trở lại phần doanh thu\)](#)

Bên cạnh hai dự án trọng điểm cho năm 2025, Công ty đang tiếp tục hoàn thiện pháp lý và triển khai các dự án lớn như: Solina, KCN Lê Minh Xuân mở rộng, KDC Tân Tạo, KDC Phong Phú 2, và dự án tại TP. Thủ Đức như Bình Trưng – Bình Trưng Đông.

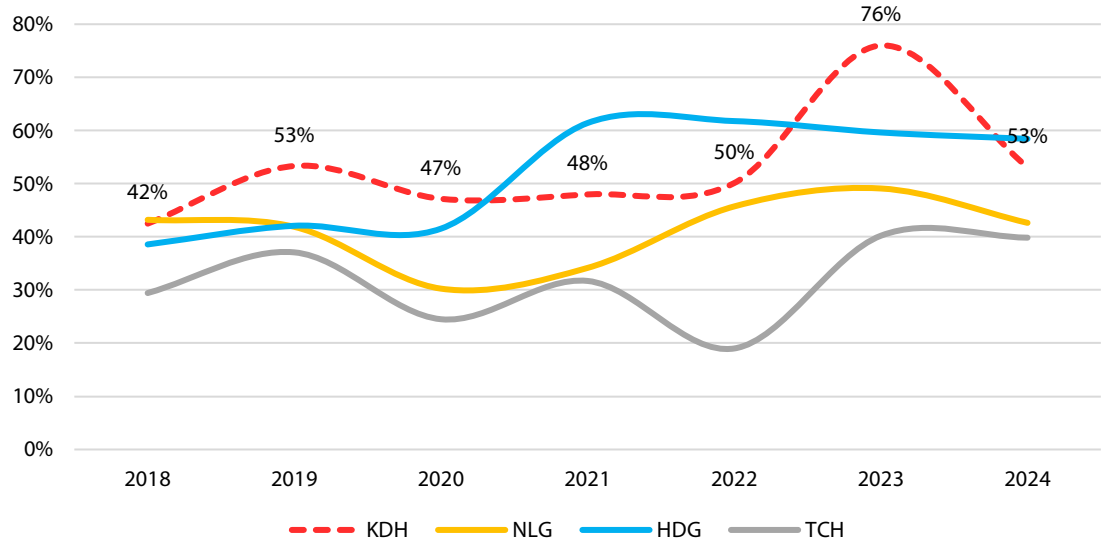
Dự án	Tiến độ và giả định
Solina (Bình Hưng 11A)	➤ Dự án Solina (Bình Hưng 11A) là một trong những khu dân cư phức hợp quy mô lớn mà Khang Điền dự kiến triển khai tại khu Nam TP.HCM, với vị trí chiến lược tiếp giáp đường Nguyễn Văn Linh, huyện Bình Chánh. Đây là khu vực có tốc độ đô thị hóa nhanh, được hưởng lợi từ các dự án hạ tầng lớn như cao tốc Bến Lức - Long Thành, Quốc lộ 50 mở rộng và trục đường chính Nguyễn Văn Linh. ➤ Với tổng diện tích 16ha, Solina là một khu dân cư phức hợp với đa dạng sản phẩm, bao gồm: 1/ Căn hộ, 2/ Biệt thự, 3/ Nhà liên kế, 4/ Nhà ở xã hội (NOXH). Hiện tại KDH đã hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất và đang trong quá trình xin GPXD cho giai đoạn 1. ➤ Giả định: Chúng tôi cho rằng Solina giai đoạn 1 – sản phẩm thấp tầng sẽ là một trong những dự án tiềm năng đóng góp đáng kể vào doanh thu của KDH trong giai đoạn 2027-2029, với tổng doanh thu ước tính ~15.700 tỷ đồng khi giả định giá bán trung bình \$12.000/m² và biên lợi nhuận gộp ước tính đạt hơn 70%, nhờ quỹ đất được tích lũy từ sớm với chi phí thấp. Đối với giai đoạn 2 – với tổng sản phẩm ~290 căn hộ, chúng tôi cho rằng sẽ mang lại dòng tiền cho KDH vào 2028, giá bán ước tính \$3.000/m².
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	➤ Tọa lạc tại huyện Bình Chánh, TP.HCM. Dự án sở hữu vị trí chiến lược: 1/ cách trung tâm TP.HCM ~20km, dễ dàng kết nối với các trục giao thông quan trọng như Quốc lộ 1A, Nguyễn Văn Linh, cao tốc Bến Lức - Long Thành, 2/ nằm gần các đầu mối logistics lớn như cảng Cát Lái, cảng Hiệp Phước và sân bay Tân Sơn Nhất, giúp tối ưu chi phí vận chuyển và thu hút doanh nghiệp sản xuất, 3/ liền kề KCN Lê Minh Xuân 1 & 2, tạo lợi thế trong việc thu hút doanh nghiệp FDI và sản xuất trong nước khi nhu cầu mở rộng chuỗi cung ứng đang gia tăng mạnh mẽ. ➤ Tổng quy mô dự án là ~220 ha, hiện dự án đã được giao đất 89 ha và đang trong quá trình tính tiền sử dụng đất cũng như hoàn thiện hồ sơ để xin Giấy phép xây dựng (GPXD). ➤ Giả định: Chúng tôi cho rằng KDH sẽ hoàn thành tính tiền sử dụng đất và nhận GPXD và triển khai xây dựng hạ tầng trong năm 2025, đồng thời bắt đầu chào thuê đất công nghiệp và nhà xưởng từ giai đoạn 2025-2026.
Bình Trưng – Bình Trưng Đông	➤ Quỹ đất quan trọng mà Khang Điền đang sở hữu tại khu Đông TP.HCM, nằm gần dự án Gladia và thuộc khu vực phường Bình Trưng Đông và phường Cát Lái, Thành phố Thủ Đức. Đây là một trong những khu vực đang phát triển mạnh mẽ, hưởng lợi từ hệ thống hạ tầng giao thông đồng bộ như Vành đai 2, Vành đai 3, cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây và tuyến Metro số 1. ➤ Dự án hiện đã hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng vào cuối năm 2024. Dự kiến quy mô cụm dự án bao gồm nhà liên kế, biệt thự và căn hộ cao tầng.
KDC Phong Phú 2	➤ Là một trong những quỹ đất chiến lược của Khang Điền tại huyện Bình Chánh, TP.HCM, với tổng diện tích 132,9 ha. Dự án sở hữu vị trí thuận lợi khi nằm gần khu đô thị Phong Phú 4, kết nối nhanh chóng với đại lộ Nguyễn Văn Linh, Quốc lộ 50, và các tuyến giao thông quan trọng của khu vực phía Nam TP.HCM. ➤ Dự án hiện đã hoàn thành GPMB vào cuối năm 2024. Về sản phẩm, dự án sẽ bao gồm khu nhà ở thấp tầng (biệt thự, nhà phố) và căn hộ cao tầng. ➤ Giả định: Theo ước tính của chúng tôi, hoàn thành thủ tục pháp lý vào quý 2/2025, với kế hoạch triển khai xây dựng từ 2026 và mở bán, đóng góp doanh thu cho giai đoạn 2028 – 2031. Với giả định giai đoạn 1 với tổng 740 sản phẩm thấp tầng, chúng tôi ước tính giá bán bình quân đạt \$12.000/m².
KDC Tân Tạo	➤ Là một trong những dự án quy mô lớn mà Khang Điền đang phát triển tại phường Tân Tạo A, quận Bình Tân, TP.HCM. Với tổng diện tích khoảng 330 ha, đây được xem là một trong những khu đô thị phức hợp lớn nhất khu Tây thành phố. ➤ Dự án hiện đã có chủ trương đầu tư và được phê duyệt quy hoạch 1/500. Đến cuối năm 2024, KDH đã hoàn tất khoảng 90% công tác giải phóng mặt bằng và đang tiếp tục triển khai đền bù phần còn lại. ➤ Giả định: Chúng tôi ước tính công tác GPMB sẽ hoàn tất trong giai đoạn 2026 – 2027, mở đường cho việc khởi công dự án vào năm 2028 – 2029.

Vị thế doanh nghiệp trong lĩnh vực phát triển BĐS dân dụng

Theo đánh giá của chúng tôi, KDH hiện là một trong những chủ đầu tư bất động sản hàng đầu tại TP.HCM, tập trung vào phát triển quỹ đất và triển khai các dự án thuộc nhiều phân khúc, từ nhà ở vừa túi tiền (căn hộ chung cư) đến sản phẩm cao cấp (nhà thấp tầng, biệt thự). Toàn bộ quỹ đất của KDH đều nằm tại TP.HCM, đảm bảo lợi thế vượt trội trong việc phát triển dự án tại thị trường mà nhu cầu mua nhà luôn ở mức cao, điều này giúp các dự án của KDH đạt mức hấp thụ tốt ngay khi mở bán, đặc biệt với các sản phẩm cao tầng.

Bên cạnh đó, KDH có lợi thế về năng lực tài chính vững chắc, thể hiện qua cơ cấu vốn an toàn, tỷ lệ đòn bẩy hợp lý so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, KDH sở hữu biên lợi nhuận gộp có phần ổn định hơn, duy trì trên 40% xuyên suốt giai đoạn 2018 - 2024, thể hiện khả năng tối ưu chi phí và chiến lược phát triển sản phẩm hiệu quả. Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp đạt 76% vào năm 2023, mức cao nhất trong lịch sử của Công ty, chủ yếu nhờ bàn giao các sản phẩm thấp tầng từ dự án Classia có biên lợi nhuận cao. Đến năm 2024, biên lợi nhuận giảm xuống 53% do đóng góp lớn hơn từ dự án cao tầng (The Privia), có biên lợi nhuận thấp hơn. Dù vậy, KDH vẫn duy trì mức biên cao hơn mặt bằng chung của ngành, phản ánh khả năng kiểm soát tốt chi phí và lợi thế về vị trí tác động đến tốc độ bán hàng của Công ty.

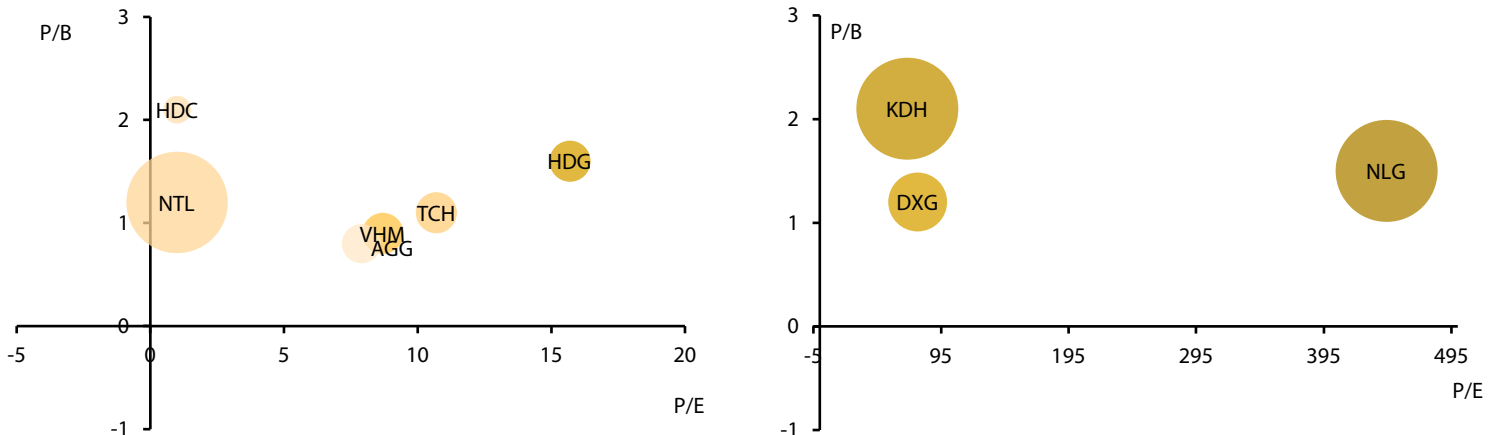
Hình 22: Biên lợi nhuận gộp của KDH so với một số doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Nhìn chung, KDH là một trong những chủ đầu tư uy tín hàng đầu tại TP.HCM, được đánh giá cao nhờ tiến độ bàn giao đảm bảo và pháp lý minh bạch. Được chứng minh qua việc các dự án đã bán trong quá khứ đều được KDH bàn giao sổ, khẳng định cam kết bảo vệ quyền lợi khách hàng cũng như củng cố niềm tin vào chất lượng dự án và năng lực triển khai của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng, với, khả năng thực thi dự án hiệu quả và danh tiếng trên thị trường, KDH sẽ tiếp tục khẳng định vị thế vững chắc trong ngành bất động sản và duy trì động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Hình 23: PE, PB VÀ ROE (TTM)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

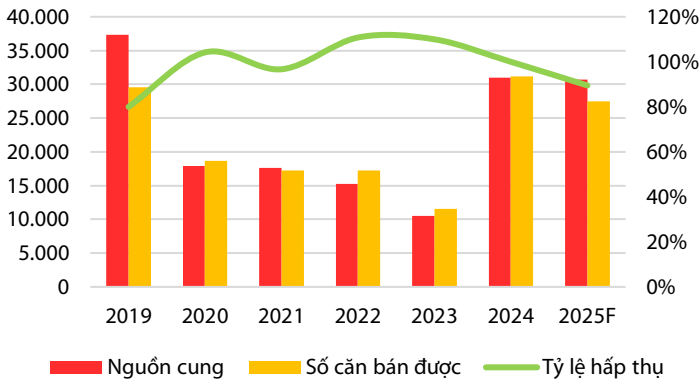
PHÂN TÍCH NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Tổng quan thị trường Bất động sản

Thị trường Bất động sản tiếp tục cho thấy những tín hiệu phục hồi, đặc biệt về nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ tại thị trường miền Bắc khi các dự án mở bán mới từ các chủ đầu tư uy tín (Vinhomes, Capitaland, Gamuda Land,...) đều có tỷ lệ hấp thụ cao (từ 50 - 100%). Một trong những yếu tố chính hỗ trợ cho sự phục hồi về nhu cầu đến từ mặt bằng lãi suất cho vay vẫn đang duy trì ở mức thấp cùng với các chính sách ưu đãi của các chủ đầu tư đồng thời làm tăng nhu cầu ở thực và cả nhu cầu đầu tư để hưởng mức chênh lệch giá.

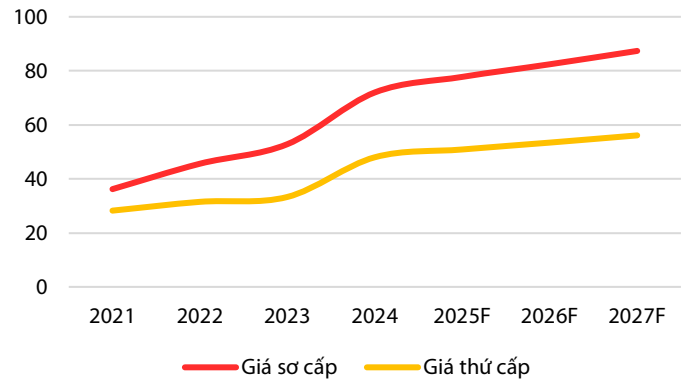
Thành phố cấp I

Hình 24: Nguồn cung và tiêu thụ tại thị trường Hà Nội



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

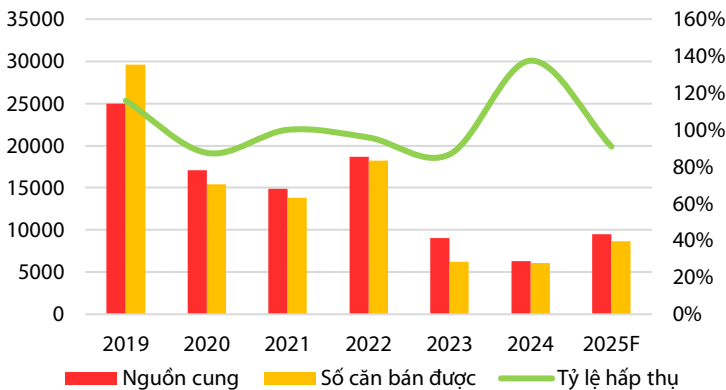
Hình 25: Giá bán tại thị trường Hà Nội



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

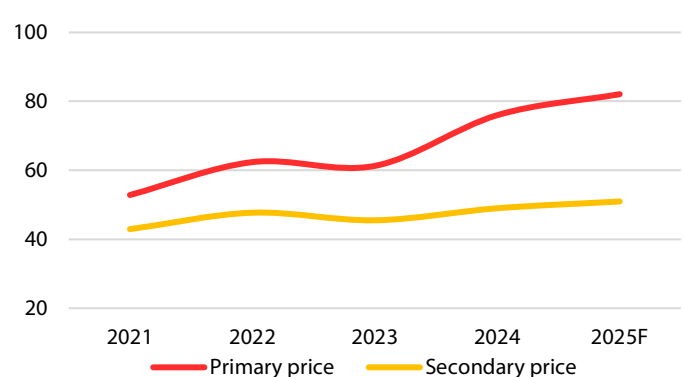
Tổng kết năm 2024, **thị trường căn hộ tại Hà Nội** tiếp tục ghi nhận dấu hiệu hồi phục rõ rệt. Tổng nguồn cung trong năm đạt 30.960 căn, với tỷ lệ hấp thụ lên đến 100%, phản ánh nhu cầu mua nhà vẫn duy trì ở mức cao, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà tiếp tục ở mức hấp dẫn và chính sách ưu đãi từ chủ đầu tư. Giá bán sơ cấp bình quân tăng lên 72 triệu VNĐ/m² (+36% YoY), trong khi giá thứ cấp đạt 48 triệu VNĐ/m² (+44% YoY). Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ nguồn cung mới tập trung vào phân khúc cao cấp & hạng sang. Ngoài nhu cầu ở thực, mức lãi suất hấp dẫn cũng thúc đẩy dòng tiền đầu tư quay lại thị trường. Với tỷ lệ hấp thụ cao và giá bán tăng mạnh, Hà Nội tiếp tục là khu vực dẫn dắt đà phục hồi của thị trường bất động sản năm 2025.

Hình 26: Nguồn cung và tiêu thụ tại thị trường TP. HCM



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Giá bán tại thị trường TP. HCM



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Thị trường căn hộ TP. HCM tiếp tục đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung, khi trong năm 2024, chỉ có 6.300 căn hộ mới được mở bán, mức thấp nhất trong nhiều năm qua. Nguyên nhân chính đến từ sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý, khiến nhiều dự án chưa thể triển khai theo kế hoạch. Dù vậy, tỷ lệ hấp thụ đạt mức 138%, cho thấy nhu cầu vẫn cao nhưng không đủ nguồn cung để đáp ứng. Trong khi

nguồn cung sơ cấp tiếp tục hạn chế, thị trường thứ cấp trở nên sôi động hơn, thể hiện qua mức giá bán thứ cấp tăng lên 49 triệu VNĐ/m² (+8% YoY). Tuy nhiên, tổng lượng giao dịch căn hộ chung cư của TP.HCM trong năm đạt 6.100 căn, với phần lớn đến từ các dự án mở bán trước đó. Điều này cho thấy nhu cầu mua căn hộ để cư trú vẫn ổn định, đồng thời lực cầu từ nhóm đầu tư cũng dần quay trở lại.

Triển vọng và xu hướng hồi phục của thị trường

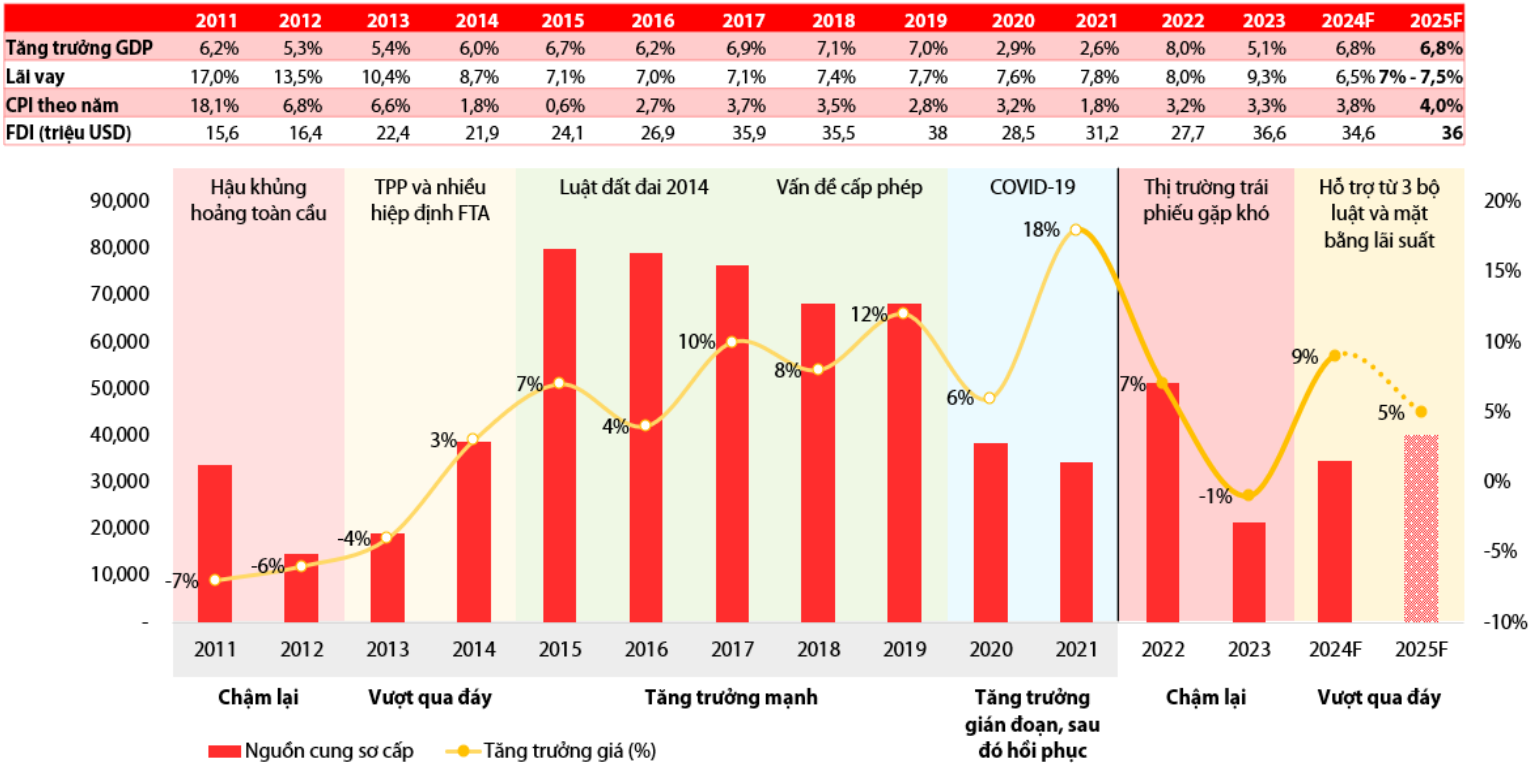
Chúng tôi cho rằng nguồn cung sẽ tiếp tục cải thiện tại thị trường miền Bắc trong thời gian tới, là bàn đạp cho sự lan tỏa nguồn cung đối với thị trường miền Nam khi: 1/ Quốc hội phê duyệt thí điểm mở rộng quỹ đất xây dựng nhà ở thương mại. 2/ Bảng giá đất mới giúp rút ngắn thời gian đền bù và tính tiền sử dụng đất giúp nhiều dự án mới được triển khai và các dự án bị tạm dừng trước đó được tiếp tục. 3/ Khu vực phía Nam đang đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án.

Thị trường Bất động sản đang ở đâu trong chu kỳ tăng trưởng?

Sau giai đoạn suy giảm mạnh từ 2022-2023 do các yếu tố bất lợi như thắt chặt tín dụng, khó khăn trong thị trường trái phiếu doanh nghiệp và vướng mắc pháp lý kéo dài, thị trường bất động sản năm 2024 đang dần bước qua đáy và xuất hiện các tín hiệu phục hồi thận trọng. Mặc dù năm 2024 là năm đánh dấu bước chuyển mình của thị trường sau giai đoạn suy thoái, chúng tôi cho rằng quá trình phục hồi sẽ diễn ra theo lộ trình thận trọng, phụ thuộc vào tốc độ thực thi chính sách và năng lực của chủ đầu tư. Những doanh nghiệp có quỹ đất sạch, tài chính lành mạnh và sản phẩm đáp ứng đúng nhu cầu thực sẽ có lợi thế trong chu kỳ tăng trưởng mới này.

Bước sang 2025, chúng tôi kỳ vọng động lực phục hồi sẽ rõ ràng hơn khi các dự án bị trì hoãn trước đây có thể được đẩy mạnh triển khai, nhờ vào ba bộ luật mới về nhà ở, đất đai và kinh doanh bất động sản bắt đầu có hiệu lực. Cùng với đó, lãi suất vay mua nhà duy trì ở mức thấp sẽ tiếp tục hỗ trợ lực cầu, đặc biệt trong phân khúc trung cấp và cao cấp. Ngoài ra, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào bất động sản được dự báo tăng trưởng ổn định, tạo thêm động lực cho thị trường nhà ở và khu công nghiệp.

Hình 28: Chu kỳ tăng trưởng của thị trường Bất động sản giai đoạn 2011 – 2025F



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Sự hỗ trợ từ khung pháp lý

Ba bộ luật mới gồm Luật đất đai, Luật nhà ở và Luật kinh doanh bất động sản được ban hành đã tạo ra một khung pháp lý hoàn chỉnh hơn, hỗ trợ sự phục hồi của thị trường bất động sản theo hướng minh bạch và bền vững hơn. Các thay đổi quan trọng tập trung vào hai yếu tố chính: cải thiện nguồn cung, và bảo vệ quyền lợi người mua nhà, qua đó thúc đẩy nhu cầu thực và củng cố niềm tin của thị trường.

Về nguồn cung, các chính sách mới giúp tháo gỡ rào cản pháp lý, tạo điều kiện để nhiều dự án được triển khai: 1/ Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại trên đất khác giúp nhà đầu tư có thể phát triển dự án trên các quỹ đất không phải đất ở, mở ra cơ hội gia tăng nguồn cung, đặc biệt tại TP.HCM, 2/ Ban hành bảng giá đất mới giúp rút ngắn thời gian đền bù và tính tiền sử dụng đất, từ đó giảm bớt những vướng mắc trong khâu giải phóng mặt bằng. Một số dự án lớn đã ghi nhận tiến triển pháp lý tích cực trong năm 2024 (như Khu đô thị lấn biển Cần Giờ, DXH Riverside) cho thấy tín hiệu cải thiện về nguồn cung trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc áp dụng bảng giá đất hàng năm (cập nhật sát hơn với giá giao dịch trên thị trường) và quy định chặt chẽ hơn về phương pháp tính tiền sử dụng đất, sẽ khiến chi phí sử dụng đất tăng trưởng qua các năm, và biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp BĐS khó có thể duy trì ở mức cao như giai đoạn 2023 trở về trước.

Song song với việc hỗ trợ nguồn cung, các điều chỉnh pháp lý cũng tập trung vào bảo vệ quyền lợi người mua nhà: 1/ Quy định bỏ giới hạn thời gian sở hữu chung cư giúp củng cố niềm tin của người mua nhà, 2/ Quy định siết chặt điều kiện mở bán nhà ở hình thành trong tương lai, yêu cầu ngân hàng bảo lãnh và giới hạn tiền đặt cọc không quá 5% giá trị căn hộ, giúp tăng tính minh bạch và giảm rủi ro cho người mua. 3/ Chính phủ cũng thúc đẩy chính sách phát triển nhà ở xã hội, tạo điều kiện cho chủ đầu tư tham gia vào phân khúc này nhằm đáp ứng nhu cầu thực. Chúng tôi cho rằng, với những thay đổi này, thị trường bất động sản sẽ có sự tái cấu trúc, tạo lợi thế cho những doanh nghiệp có năng lực tài chính vững mạnh và quỹ đất sạch.

Bảng 7: Các vấn đề pháp lý đáng chú ý trong giai đoạn 2024-2025 [\(trở lại phần lợi nhuận\)](#)

	Vấn đề chính
Các yếu tố hỗ trợ sự phục hồi nguồn cung	➤ Nghị quyết của Quốc hội về thí điểm làm dự án nhà ở thương mại qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất, thời hạn trong 5 năm. Cụ thể, nhà đầu tư được thực hiện dự án nhà ở thương mại với đất nông nghiệp, phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở và đất khác trong cùng thửa với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất. ➤ Bảng giá đất mới được xây dựng sát với giá thị trường không chỉ giúp rút ngắn thời gian đền bù giải phóng mặt bằng, mà còn giảm thiểu tình trạng khiếu kiện kéo dài do giá bồi thường không thỏa đáng. Điều này giúp tăng nguồn cung, khi các dự án bị vướng mắc pháp lý khâu đền bù giải phóng mặt bằng được giải quyết cũng như rút ngắn thời gian thực hiện đối với các dự án mới. Tuy nhiên, cũng làm tăng chi phí phát triển đối với các dự án trong tương lai. ➤ Quá trình phê duyệt dự án, tính tiền sử dụng đất và các giai đoạn pháp lý phía sau kỳ vọng đẩy nhanh. ➤ Các tỉnh thành kỳ vọng có quy định cụ thể về rà soát, công bố công khai, lập danh mục các thửa đất nhỏ hẹp, nằm xen kẹt do nhà nước quản lý và việc giao, cho thuê đất đối với các thửa đất này.
Các yếu tố hỗ trợ người mua nhà	➤ Chính thức không quy định về thời hạn sở hữu nhà chung cư (giúp người sở hữu chung cư yên tâm), đồng thời đưa ra quy định/quy chế ưu đãi về cải tạo chung cư. ➤ Quy định chi tiết liên quan đến việc kinh doanh nhà ở hình thành trong tương lai, trong đó có quy định chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, nhằm bảo vệ lợi ích của người mua nhà ➤ Các nghị định hỗ trợ phát triển Nhà ở xã hội, bao gồm: 1/ Nghị định 100/2024/NĐ-CP quy định về phát triển, quản lý nhà ở xã hội, 2/ Nghị định 115/2024 quy định một số điều, biện pháp thi hành Luật Đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư thực hiện dự án đầu tư có sử dụng đất, kỳ vọng tháo gỡ được vướng mắc, ách tắc nhiều năm qua về thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư các dự án nói chung và nhà ở xã hội nói riêng

Nguồn: CTCK Rông Việt

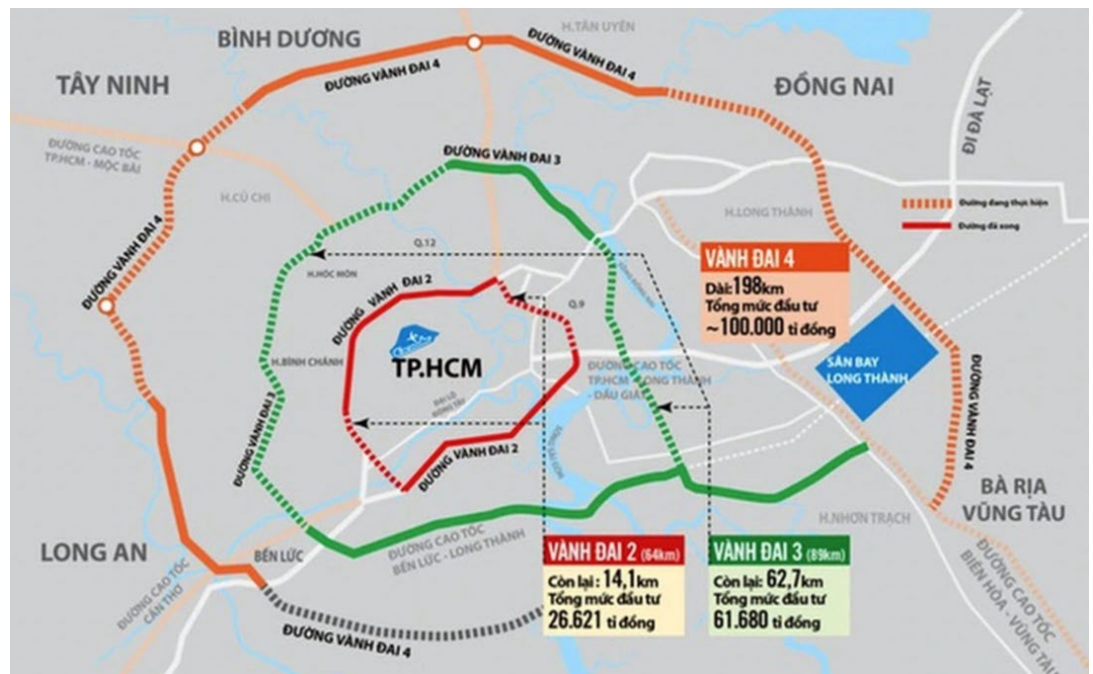
Sáp nhập tỉnh – tác động tích cực đến thị trường BĐS TP. HCM trong dài hạn

Xu hướng sáp nhập các tỉnh thành vùng Đông Nam Bộ như Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu về một đầu mối phát triển là TP.HCM nói riêng và các tỉnh thành trên phạm vi cả nước nói chung không chỉ mang ý nghĩa tổ chức bộ máy hành chính tinh gọn, mà còn tạo ra “cú huých” quan trọng cho tăng trưởng kinh tế và phát triển hạ tầng trong trung – dài hạn.

Theo đánh giá của chúng tôi, chủ trương này sẽ tạo ra động lực tăng trưởng trong dài hạn cho toàn bộ khu vực, đồng thời nâng cao tiềm năng về hạ tầng – logistics – bất động sản một cách mạnh mẽ, nhờ các lợi ích sau:

- Thứ nhất, việc đồng bộ hạ tầng kết nối liên vùng như vành đai 3, vành đai 4, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, TP.HCM – Mộc Bài... sẽ giảm đáng kể thời gian di chuyển giữa các tỉnh thành trong vùng lõi, qua đó gia tăng tính kết nối và giá trị sử dụng đất tại các khu vực cửa ngõ. Trong ngắn hạn, chính sách này có thể khiến cho hoạt động đầu cơ gia tăng, làm tăng giá đất tại một số khu vực như Bình Chánh, Hóc Môn, Nhơn Trạch, Long Thành. Mặc dù vậy, về dài hạn, xu hướng này vẫn sẽ tạo nền tảng cho sự phát triển bền vững, đặc biệt là với các khu vực có định hướng phát triển đô thị rõ ràng và được hưởng lợi trực tiếp từ các tuyến hạ tầng chiến lược.
- Thứ hai, sự mở rộng không gian phát triển sẽ kéo theo dòng dịch chuyển dân cư ra ngoài khu trung tâm TP.HCM, khi chi phí sinh hoạt, nhà ở tại các khu vực vùng ven ngày càng hợp lý và thuận tiện hơn. Điều này góp phần tăng nhu cầu nhà ở thực, đặc biệt là căn hộ tầm trung tại các khu đô thị vệ tinh.
- Thứ ba, đồng bộ hóa quy hoạch vùng là một trong những lợi ích cốt lõi của việc sáp nhập các địa phương trong vùng Đông Nam Bộ. Việc thống nhất chiến lược phát triển và quy hoạch liên tỉnh sẽ giảm thiểu tình trạng chông chéo giữa các cấp hành chính, đồng thời thúc đẩy nhanh tiến độ phê duyệt quy hoạch – pháp lý, đặc biệt tại các khu vực giáp ranh giữa hai tỉnh hoặc giữa tỉnh và TP.HCM, vốn trước đây thường bị kéo dài do khác biệt trong định hướng phát triển và quy chuẩn quản lý. Việc rút ngắn thời gian phê duyệt không chỉ giúp tiết kiệm chi phí cơ hội mà còn nâng cao hiệu quả triển khai và khai thác dự án bất động sản. ([trở lại phần dự án](#))

Hình 29: Sơ đồ các tỉnh thuộc vùng Đông Nam Bộ và các tuyến đường vành đai trong vùng



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

PHỤ LỤC – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2029

Bảng 8: Báo cáo thu nhập của KDH giai đoạn 2023 – 2029F

BÁO CÁO THU NHẬP	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Doanh thu	2.093	3.279	7.431	5.778	8.202	12.211	14.274
Giá vốn hàng bán	-521	-1.538	-2.752	-1.781	-3.377	-3.497	-3.497
LN gộp	1.573	1.740	4.679	3.998	4.825	8.714	10.777
Biên LNG	75,1%	53,1%	63,0%	69,2%	58,8%	71,4%	75,5%
Chi phí bán hàng & QLDN	-369	-431	-912	-716	-1.022	-1.716	-2.212
Doanh thu tài chính	50	37	2	2	2	4	129
Chi phí tài chính	-143	-216	-515	-387	-524	-916	-1.148
Lãi/lỗ trong Công ty LDLK	0	0	-20	-8	-46	-126	-1.169
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	0	0
LNTT	1.072	1.051	3.255	2.897	3.281	6.085	7.546
Biên LNTT	51,2%	32,1%	43,8%	50,1%	40,0%	49,8%	52,9%
Thuế TNDN	-341	-248	-768	-684	-774	-1.436	-1.781
LNST	731	803	2.487	2.213	2.507	4.649	5.766
LNST-CĐM	717	810	1.114	876	2.507	4.649	5.766
Biên LNST	34,3%	24,7%	15,0%	15,2%	30,6%	38,1%	40,4%

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 9: Cân đối kế toán của KDH giai đoạn 2023 – 2029F

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
TÀI SẢN							
Tiền & tương đương tiền	3.730	3.096	7.016	6.830	7.744	11.530	13.477
Đầu tư tài chính ngắn hạn	9	277	0	0	0	0	0
Khoản phải thu ngắn hạn	1.811	3.013	4.245	3.650	5.272	7.255	8.871
Hàng tồn kho	18.788	22.180	20.155	22.717	26.492	27.216	32.869
TSNH khác	383	276	526	409	581	865	1.011
Tài sản ngắn hạn	24.720	28.840	31.943	33.606	40.089	46.865	56.228
Các khoản phải thu dài hạn							
TSCĐ cố định	76	69	269	210	297	443	518
TSCĐ vô hình	81	73	115	135	158	212	275
TSCĐ thuê tài chính	0	0	0	0	0	0	0
BĐS đầu tư	0	0	0	0	0	0	0
TSDD dài hạn	131	233	102	102	102	102	102
Đầu tư Công ty con, LDLK	933	1.027	1.437	1.763	2.141	2.836	3.686
TSDH khác	12	0	78	78	78	78	78
Tài sản dài hạn	466	510	559	613	671	736	806
TỔNG TÀI SẢN	1.698	1.913	2.561	2.900	3.447	4.406	5.465
NỢ PHẢI TRẢ							
Nợ vay ngắn hạn	1.444	1.100	1.740	967	4.006	9.853	17.687
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	2.354	1.903	-1.177	2.190	2.584	-2.783	-6.707
Phải trả người bán ngắn hạn	96	288	342	266	378	563	658
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	1.434	889	5.091	3.959	5.619	8.366	9.779
Nợ phải trả ngắn hạn	5.329	4.179	5.997	7.383	12.588	15.999	21.417
Phải trả người bán dài hạn	0	5	0	0	0	0	0
Nợ vay dài hạn	4.901	5.998	4.901	3.676	2.451	1.225	0
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	14	35	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	645	1.086	1.667	1.297	1.840	2.740	3.203

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nợ phải trả dài hạn	5.561	7.123	6.569	4.973	4.291	3.965	3.203
Nợ phải trả	10.890	11.302	12.566	12.355	16.879	19.964	24.620
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.076	2.057	3.429	4.766	4.766	4.766	4.766
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0
Cổ phiếu thường	7.993	10.111	10.111	10.111	10.111	10.111	10.111
Thặng dư vốn cổ phần	1.339	3.314	3.314	3.314	3.314	3.314	3.314
LN giữ lại	3.768	3.617	4.731	5.607	8.114	12.763	18.529
Quỹ khác thuộc CSH	352	352	352	352	352	352	352
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13.452	17.394	18.508	19.385	21.891	26.541	32.306
TỔNG NGUỒN VỐN	26.418	30.753	34.503	36.506	43.537	51.271	61.693

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 10: Dòng tiền của KDH giai đoạn 2023 – 2029F

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Lợi nhuận trước thuế	1.072	1.051	3.255	2.897	3.281	6.085	7.546
Khấu hao	15	8	16	20	24	32	41
Các khoản dự phòng	0	0	0	0	0	0	0
(Lãi) lỗ tỷ giá chưa thực hiện	0	0	0	0	0	0	0
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư	-50	-37	-497	-380	-481	-794	-108
CP lãi vay	0	0	-20	-8	-46	-126	-225
LN hoạt động trước thay đổi VLĐ	1.037	1.022	2.754	2.528	2.778	5.197	8.198
(Tăng) giảm khoản phải thu	3.396	-1.215	-1.732	718	-1.941	-2.477	-1.907
(Tăng) giảm hàng tồn kho	-6.334	-3.495	2.024	-2.561	-3.775	-724	-5.653
Tăng (giảm) Khoản phải trả	2.274	507	1.720	1.788	2.710	-1.536	-1.953
(Tăng) giảm CP trả trước	-332	151	0	0	0	0	0
Lãi vay đã trả	-740	-766	20	8	46	126	225
Thuế đã trả	-807	-378	768	684	774	1.436	2.003
Chi khác cho HĐKD	-49	-79	0	0	0	0	0
Thu khác từ HĐKD	0	0	0	0	0	0	0
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0	0	0
CFO	-1.556	-4.252	5.554	3.165	592	2.023	913

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

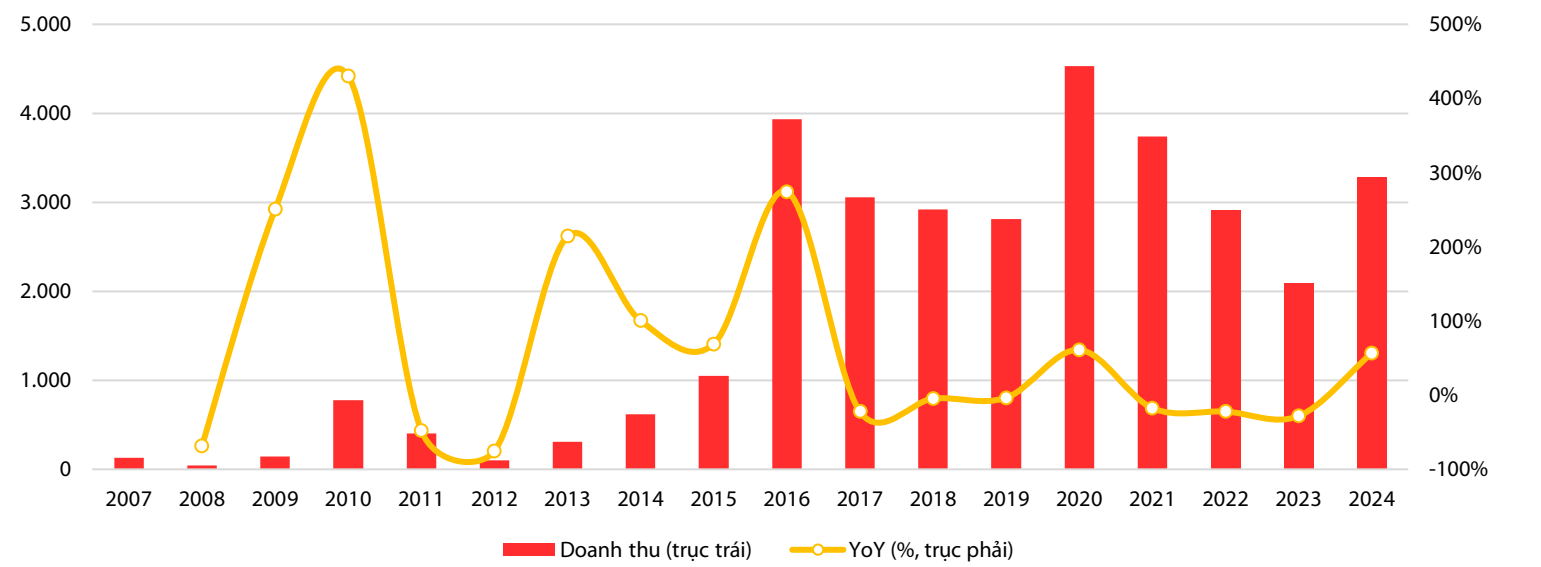
Bảng 11: Các chỉ số tài chính của KDH giai đoạn 2023 – 2029F

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỜI	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Biên lợi nhuận gộp	75,1%	53,1%	59,4%	64,2%	53,5%	67,9%	72,9%
Biên EBITDA	58,2%	40,2%	47,3%	52,2%	41,3%	54,1%	57,7%
Biên EBIT	57,5%	39,9%	47,1%	51,8%	41,0%	53,9%	57,4%
Biên lợi nhuận ròng	34,9%	24,5%	30,5%	34,5%	26,9%	36,2%	40,0%
ROA	3,4%	3,0%	6,9%	4,8%	6,0%	10,8%	13,3%
ROaE mẹ	5,7%	5,2%	5,8%	3,5%	10,5%	17,9%	19,2%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Vòng quay khoản phải thu	0,6	1,4	2,0	1,4	2,1	2,1	1,8
Vòng quay hàng tồn kho	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Vòng quay khoản phải trả	0,2	0,5	1,1	0,7	1,1	3,7	1,0
KHẢ NĂNG THANH TOÁN	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Hiện hành	4,6	6,9	4,5	4,7	3,9	5,1	2,8
Nhanh	1,1	1,6	1,6	1,5	1,8	2,7	1,6
Tiền mặt	0,7	0,8	1,0	1,0	1,2	1,6	1,1

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt ước tính

PHỤ LỤC – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hình 30: Quy mô doanh thu của KDH tăng trưởng dần qua các chu kỳ của thị trường BĐS (quay lại phần doanh thu)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Pipeline mở bán dự án của KDH giai đoạn 2024 – 2029F

	2024	2025	2026	2027	2028	2029F
Privia						
Clarita						
Solina thấp tầng						
Solina cao tầng						
Phong Phú 2						
Tân Tạo						
Emeria thấp tầng						
Emeria cao tầng						

Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Bảng 13: Công ty con của KDH

Công ty con	Trạng thái niêm yết	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn góp (Tỷ đồng)	% Sở hữu
Công ty TNHH Đô Thị Mê Ga	Chưa niêm yết	60	60	99,85%
Công ty TNHH Đầu Tư Và Kinh Doanh Địa Ốc Trí Kiệt	Chưa niêm yết	20	20	99,90%
Công ty TNHH Phát Triển Nhà Và Xây Dựng Hạ Tầng Long Phước Điền	Chưa niêm yết	140	140	99,95%
Công ty TNHH Đầu Tư Kinh Doanh Địa Ốc Gia Phước	Chưa niêm yết	600	599	99,90%
Công ty TNHH MTV Đầu Tư Kinh Doanh Nhà Khang Phúc (BCI)	Hủy niêm yết	3.400	3.400	100,00%
Công ty TNHH Đầu Tư Thành Phúc	Chưa niêm yết	430	430	99,90%
Công ty TNHH Tư Vấn Quốc Tế	Chưa niêm yết	1.550	1.549	99,95%
Công ty TNHH Phát Triển Bất Động Sản Nam Phú	Chưa niêm yết	100	99	99,00%
Công ty TNHH Đầu Tư Kinh Doanh Bất Động Sản Kim Phát	Chưa niêm yết	600	599	99,90%
Công ty CP Vi La	Chưa niêm yết	760	756	99,47%
Công ty TNHH Đầu Tư Kinh Doanh Bất Động Sản Sapphire	Chưa niêm yết	395	395	99,90%

Công ty TNHH MTV Hào Khang	Chưa niêm yết	124	124	100,00%
Công ty Cổ phần Đầu Tư Và Kinh Doanh Bất Động Sản Trí Minh	Chưa niêm yết	285	284	99,80%

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

Bảng 14: Ban lãnh đạo

Tên cổ đông	Chức vụ	Số cổ phần	% Sở hữu
Mai Trần Thanh Trang	Chủ tịch Hội đồng Quản trị	27.456.862,00	2,72%
Mai Trần Thùy Trang	Em của Mai Trần Thanh Trang	22.000,00	0,00%
Lý Điển Sơn	Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị	16.113.781,00	1,59%
Lý Tuấn Kiệt	Con của Lý Điển Sơn	453.305,00	0,05%
Đoàn Thị Nguyên	Mẹ của Lý Điển Sơn	117.621,00	0,01%
Lý Văn Hùng	Em của Lý Điển Sơn	117.621,00	0,01%
Lý Tuấn Khang	Con của Lý Điển Sơn	53.240,00	0,01%
Vương Văn Minh	Thành viên Hội đồng Quản trị/Tổng Giám đốc	7.760.239,00	0,77%
Vương Thị Ngọc Anh	Chị của Vương Văn Minh	16.000,00	0,00%
Lê Hoàng Khởi	Phó Tổng Giám đốc	3.535.039,00	0,35%
Nguyễn Thị Cẩm Vân	Thành viên Hội đồng Quản trị độc lập	2.667.989,00	0,26%
Nguyễn Thị Bạch Tuyết	Chị của Nguyễn Thị Cẩm Vân	4.192,00	0,00%
Nguyễn Thuỳ Dương	Phó Tổng Giám đốc	899.299,00	0,09%
Ngô Thị Thanh Tâm	Giám đốc/Trưởng phòng tài chính	666.051,00	0,07%
Phạm Thị Thu Thủy	Kế toán trưởng	286.000,00	0,03%
Huỳnh Chí Tâm	Phụ trách Công bố thông tin/Phụ trách quản trị Công ty	222.000,00	0,02%
Lộ Nguyễn Thúy Phượng	Trưởng Ban kiểm toán nội bộ	51.518,00	0,01%
Nguyễn Văn Dũng	Thành viên Ban Kiểm toán nội bộ	23.100,00	0,00%
Đặng Thế Lương	Thành viên Ban Kiểm toán nội bộ	18.520,00	0,00%
Lê Thị Thuỳ Trang	Thành viên Ban kiểm soát	10.000,00	0,00%
Nguyễn Phương Nam	Trưởng Ban kiểm soát	7.685,00	0,00%
Vương Hoàng Thảo Linh	Thành viên Ban kiểm soát	5.876,00	0,00%
Nguyễn Thị Diệu Phương	Thành viên Hội đồng Quản trị	0,00	0,00%

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC BẤT ĐỘNG SẢN

Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

NLG là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển nhà ở và khu đô thị tại Việt Nam, đặc biệt là tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. Thành lập từ năm 1992, Nam Long tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp với các sản phẩm nổi bật như Flora, Valora và EHome. Tính đến hiện tại, Nam Long sở hữu quỹ đất khoảng 600 ha, tập trung chủ yếu tại TP.HCM, Long An, Đồng Nai và Cần Thơ. Các dự án nổi bật bao gồm: Nam Long Cần Thơ (43ha – Cần Thơ), Izumi (160ha – Đồng Nai), Mizuki Park (26 ha - TP.HCM), Akari City (8,5 ha - TP.HCM) và khu đô thị Waterpoint (355 ha - Long An).

Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)

PDR là doanh nghiệp phát triển bất động sản tập trung vào phân khúc nhà ở cao tầng và khu đô thị tại TP.HCM, Bình Định và các tỉnh miền Trung. Công ty sở hữu quỹ đất khoảng 80 ha, tập trung tại các tỉnh: Bình Định (Bắc Hà Thanh – 43,2ha, Cadia Quy Nhơn – 0.5ha), Bình Dương (Nguyễn Thị Minh Khai – 4,5ha), Vũng Tàu (Serenity Phước Hải – 7,3ha, Poulo Condor Côn Đảo – 12ha, Tropicana BRVT – 12,7ha).

Công ty Cổ phần Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (HOSE: TCH)

TCH hoạt động chính trong lĩnh vực bất động sản nhà ở, khu đô thị và phân phối ô tô. Trong lĩnh vực bất động sản, TCH tập trung vào thị trường Hải Phòng và Hà Nội với các dự án nhà ở xã hội, nhà ở thương mại. Doanh nghiệp hiện sở hữu quỹ đất khoảng 90 ha tại các vị trí chiến lược của Hải Phòng như: dự án Hoàng Huy Commerce (1,6ha), Hoàng Huy New City II (49,2ha) và Hoàng Huy Green River (32,5ha).

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (HOSE: AGG)

AGG tập trung vào phân khúc nhà ở trung và cao cấp tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. AGG hiện sở hữu quỹ đất khoảng 37ha, tập trung chủ yếu tại khu Nam TP.HCM, Bình Dương và Long An. Các dự án tiêu biểu dự kiến triển khai trong giai đoạn 2025 – 2030 gồm: The Gió (Bình Dương, 3,1ha), The Signial (Quận 7 – 3,2ha), Westgate 2 (Bình Chánh, 3,2ha), The Lá (Bình Chánh, 27ha).

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)

DXG là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu trong lĩnh vực phát triển và phân phối bất động sản tại Việt Nam. Công ty phát triển đa dạng các sản phẩm từ đất nền, căn hộ cho đến khu đô thị quy mô lớn. Tính đến nay, DXG sở hữu khoảng 116ha quỹ đất, nổi bật với các dự án Gem Sky World (Long Thành - 92 ha), DXH Riverside (Thủ Đức, TP.HCM) và các quỹ đất tại Bình Dương (DXH Parkview, Opal City View, Opal Luxury, DXH Park City). Ngoài ra, Công ty còn sở hữu hệ thống phân phối bất động sản lớn mạnh với mạng lưới trên toàn quốc.

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HOSE: HDG)

HDG là doanh nghiệp đa ngành, hoạt động chính trong các lĩnh vực bất động sản, năng lượng và xây dựng. Trong mảng bất động sản, Hà Đô nổi bật với các dự án khu đô thị, căn hộ trung - cao cấp tại TP.HCM và Hà Nội. Các dự án nổi bật của HDG hiện tại như: Charm Villas (30ha – Hà Nội), Green Lane (2,3ha – Quận 8) và Minh Long (2,7ha – Thủ Đức). Ngoài ra, doanh nghiệp còn là chủ đầu tư nhiều nhà máy điện gió và thủy điện, đóng góp vào kết quả kinh doanh.

Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm (HOSE: NTL)

NTL là doanh nghiệp chuyên phát triển các khu đô thị và nhà ở tại khu vực phía Tây Hà Nội. Công ty có bề dày lịch sử và kinh nghiệm phát triển bất động sản trong suốt hơn 20 năm. Quỹ đất của NTL hiện tập trung chủ yếu tại Hà Nội với các dự án tiêu biểu như Khu đô thị Bắc Quốc lộ 32 (105 ha) và khu đô thị mới Dịch Vọng (17 ha).

Bảng 15: So sánh các chỉ số định giá của KDH với các doanh nghiệp cùng ngành

EV/EBITDA	2020	2021	2022	2023	2024
KDH	18,8x	12,7x	32,8x	25,6x	50,4x
NLG	59,3x	18,7x	24,2x	35,6x	90,1x
DXG	23,3x	5,1x	23,1x	25,1x	19,3x
PDR	23,2x	4,3x	24,3x	53,4x	921,6x
AGG	107,3x	46,8x	15,2x	6,4x	15,3x
HDG	7,1x	6,3x	5,1x	7,6x	7,8x
NTL	5,1x	2,2x	13,7x	1,6x	1,3x
VHM	12,5x	5,7x	7,9x	7,7x	15,2x
P/E	2020	2021	2022	2023	2024
KDH	25,4x	14,7x	20,2x	36,9x	66,2x
NLG	17,6x	9,8x	27,3x	32,0x	40,8x
DXG	-31,4x	6,9x	53,4x	63,8x	71,6x
PDR	29,2x	3,8x	16,5x	23,3x	33,1x

AGG	11,2x	6,1x	162,9x	10,6x	8,2x
HDG	9,2x	5,8x	5,9x	13,3x	12,9x
NTL	7,2x	4,5x	17,2x	3,2x	2,0x
VHM	9,4x	5,8x	6,3x	5,4x	8,5x
P/B	2020	2021	2022	2023	2024
KDH	3,6x	1,7x	1,9x	2,0x	2,1x
NLG	2,5x	1,1x	1,7x	1,6x	1,4x
DXG	2,5x	0,9x	1,2x	1,1x	1,2x
PDR	6,8x	1,0x	2,3x	1,6x	1,5x
AGG	2,6x	1,2x	1,3x	0,7x	0,8x
HDG	2,9x	1,4x	1,2x	1,5x	1,5x
NTL	1,7x	0,8x	1,5x	,8x	1,0x
VHM	3,0x	1,8x	1,3x	1,0x	0,8x
BVPS	2020	2021	2022	2023	2024
KDH	14.045	15.842	16.123	16.828	16.628
NLG	19.641	23.318	23.407	24.386	23.821
DXG	11.834	14.670	15.112	15.370	12.267
PDR	12.879	14.315	12.135	12.887	12.597
AGG	20.697	25.502	18.825	22.368	18.758
HDG	19.555	22.070	21.681	19.352	18.395
NTL	19.089	20.152	20.625	23.974	15.902
VHM	25.586	28.647	33.349	41.177	48.724

BÁO CÁO CÔNG TY

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	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam <i>Head of Research</i> lam.ntp@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1313)	Đỗ Thanh Tùng <i>Manager</i> tung.dt@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1521) - Ngân hàng - Công Nghệ	Đỗ Thạch Lam <i>Manager</i> lam.dt@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1524) - BĐS dân dụng - Vật liệu xây dựng - BĐS Khu công nghiệp	Lê Tự Quốc Hưng <i>Manager</i> hung.ltq@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1530) - Chiến lược Thị trường - Kinh tế vĩ mô	Nguyễn Thủy Quyền <i>Senior Analyst</i> quyen.nt@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1524) - Bán lẻ - Dược
Trần Thị Hà My <i>Senior Consultant</i> my.tth@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 Kinh tế vĩ mô	Cao Ngọc Quân <i>Analyst</i> quan.cn@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (2223) - Cảng biển - Hàng không - Dệt may	Lê Ngọc Hiền <i>Analyst</i> hien.ln@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1524) - Thủy sản - Phân bón	Nguyễn Bảo Hưng <i>Analyst</i> hung.nb@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1526) - Bán lẻ - Ô tô & Phụ tùng - Tiêu dùng	Võ Nguyễn Vũ Toàn <i>Analyst</i> toan.vnv@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1530) Kinh tế vĩ mô
Phạm Hữu Luân <i>Analyst</i> luan.ph@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1526) Bán lẻ	Nguyễn Thị Quỳnh Giao <i>Analyst</i> giao.ntq@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1530) - BĐS dân dụng - BĐS Khu công nghiệp	Tô Hạnh Trang <i>Analyst</i> trang.th@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 Ngân hàng	Lê Huỳnh Hương <i>Analyst</i> huong.lh@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1524) Dầu khí	Nguyễn Đức Chính <i>Analyst</i> chinh1.nd@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1530) Tiện ích công cộng
Trần Thị Ngọc Hà <i>Assistant</i> ha.ttn@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1526)	Phan Thị Phương Thảo <i>Assistant</i> thao.ptp@vdsc.com.vn + 84 28 6299 2006 (1526)			

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du,
P. Bến Thành, Quận 1, TP. HCM

T (+84) 28 6299 2006
E info@vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, số 2 Tôn Thất Tùng,
P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 258 3820 006
F (+84) 258 3820 008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, số 95-97-99 Võ Văn Tần,
P. Tân An, Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

T (+84) 292 3817 578
F (+84) 292 3818 387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
Phường 7, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 254 777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

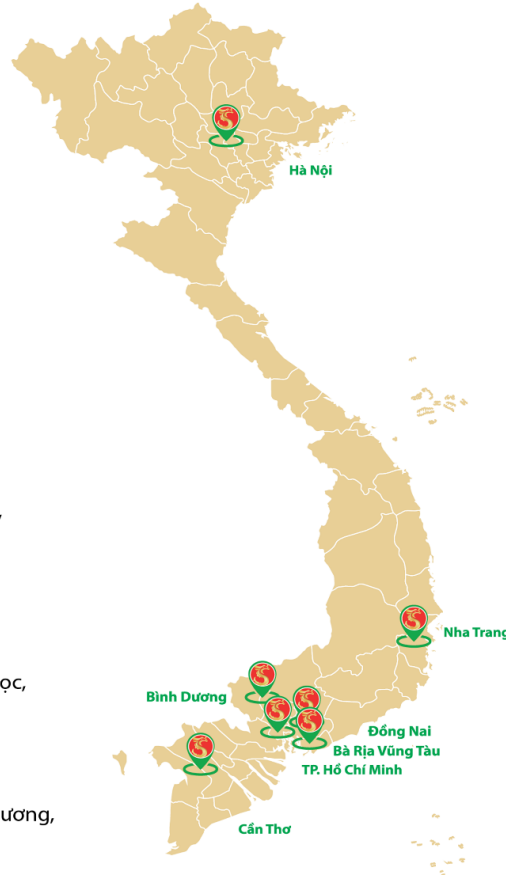
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương

T (+84) 274 777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 251 777 2006



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. Rong Viet 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 báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities. 2025.**