

Vài nét về doanh nghiệp

KDH là một trong những chủ đầu tư BĐS hàng đầu tại TP.HCM, đã gây dựng uy tín lớn về chất lượng sản phẩm, tiến độ bàn giao và tình trạng pháp lý thông qua các quần thể dự án Safira – Mega – Classia, Mega Village – Melosa, KDC Phong Phú... Doanh nghiệp chủ trương tập trung phát triển các dự án nằm trong khu vực đô thị TP.HCM nhằm tối ưu hóa lợi thế về quỹ đất và tốc độ bán hàng, đồng thời hướng tới việc phát triển dự án đại đô thị tại dự án KDC Tân Tạo (330 ha tại Q.Bình Tân).

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	39.994
Upside	15,7%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (03/02/2025)	34.550
Biến động 1 năm	29.957 – 45.381
KLGD bình quân 52T (cp)	2.636.815
Vốn hóa (Tỷ đồng)	16.006
P/E	38,2x
P/B	1,22x
%NN sở hữu	48,82%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Văn Trang
phquan@vcbs.com.vn
024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
Bloomberg: VCBS <GO>

MỞ BÁN LOẠT DỰ ÁN TRONG NĂM 2025

ĐÁNH GIÁ: MUA

Trong giai đoạn 2025 – 2026, hoạt động bán hàng và KQKD của KDH kì vọng sẽ có sự khởi sắc đáng kể nhờ đưa vào kinh doanh các dự án The Foresta, The Solina và hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của thị trường BĐS khu vực TP.HCM.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá KDH là một trong những chủ đầu tư có hiệu quả triển khai, kinh doanh dự án hàng đầu khu vực phía Nam và sở hữu nhiều lợi thế trong chu kì thị trường mới với quỹ đất giá trị thuộc phạm vi đô thị hiện hữu của TP.HCM. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu KDH (theo [Báo cáo Ngành BĐS nhà ở 2025](#)) với mức định giá hợp lý là **39.994 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Tổ hợp dự án The Foresta (TP.Thủ Đức, TP.HCM) bắt đầu mang về dòng tiền

Hiện tại, doanh nghiệp đã hoàn thành thi công hạ tầng, xây thô và đang trong quá trình hoàn thiện nội - ngoại thất cho các sản phẩm, dự kiến có thể bắt đầu bán hàng và bàn giao ngay từ đầu năm 2025. Dự án kì vọng sẽ đóng góp hơn 9.000 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.

Nhiều chuyển biến tích cực tại dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM)

KDH đã chính thức hoàn thành nghĩa vụ tài chính đối với giai đoạn 1 của dự án (13,4 ha), bắt đầu triển khai hạ tầng và dự kiến có thể ra mắt từ giữa năm 2025. Phần thấp tầng của The Solina dự kiến mang về khoảng 5.500 tỷ đồng dòng tiền bán hàng cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2027.

Lợi thế từ quỹ đất khu vực đô thị TP.HCM

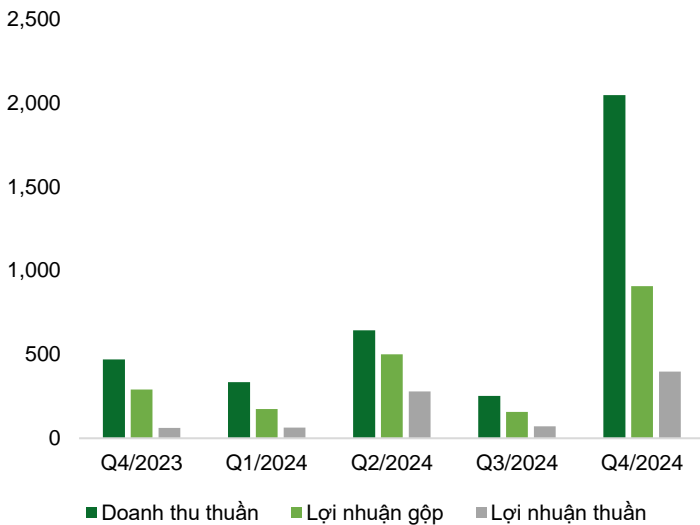
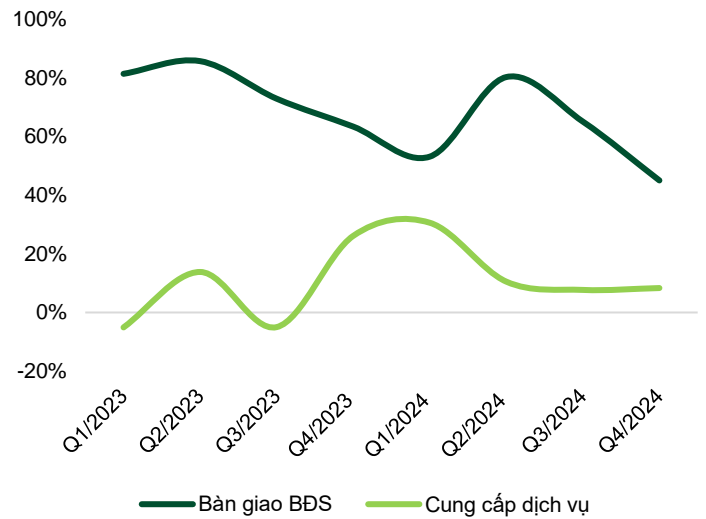
KDH là một trong số ít doanh nghiệp BĐS sở hữu quỹ đất đáng kể tại khu vực đô thị hiện hữu TP.HCM (trong phạm vi đường Vành đai 2, cách trung tâm 10 – 14 km). Điều này mang đến cho doanh nghiệp lợi thế lớn trong chu kì thị trường mới.

Chi tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	2.166	3.278	6.218	6.913
+/- yoy (%)	-27,15%	57,06%	89,68%	11,18%
LN thuần (tỷ đồng)	716	803	1.103	1.478
+/- yoy (%)	-35,11%	13,14%	37,35%	33,95%
TS LN gộp (%)	73,24%	53,08%	51,66%	47,75%
TS LN ròng (%)	33,04%	24,49%	17,74%	21,38%
EPS - TTM (VND)	895	800	1.213	1.625

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Q4/2024 đạt lần lượt **2.047 tỷ đồng (+336% yoy)** và **392 tỷ đồng (+522% yoy)**. Cả năm 2024, doanh thu thuần và LNST đạt lần lượt **3.278 tỷ đồng (+57% yoy)** và **803 tỷ đồng (+10% yoy)**, hoàn thành lần lượt 84% và 102% kế hoạch năm 2024.

Mức tăng trưởng đột biến trong kết quả kinh doanh quý 4 đến từ việc bàn giao khoảng 800 căn hộ tại dự án The Privia. Biên lợi nhuận gộp đạt 53%, thu hẹp đáng kể so với mức 76% so với cùng kỳ do trong năm 2023, KDH chủ yếu bàn giao sản phẩm thấp tầng tại dự án Classia (vốn có biên lợi nhuận cao hơn phân khúc chung cư).

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của KDH (đv: tỷ đồng)

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp của KDH


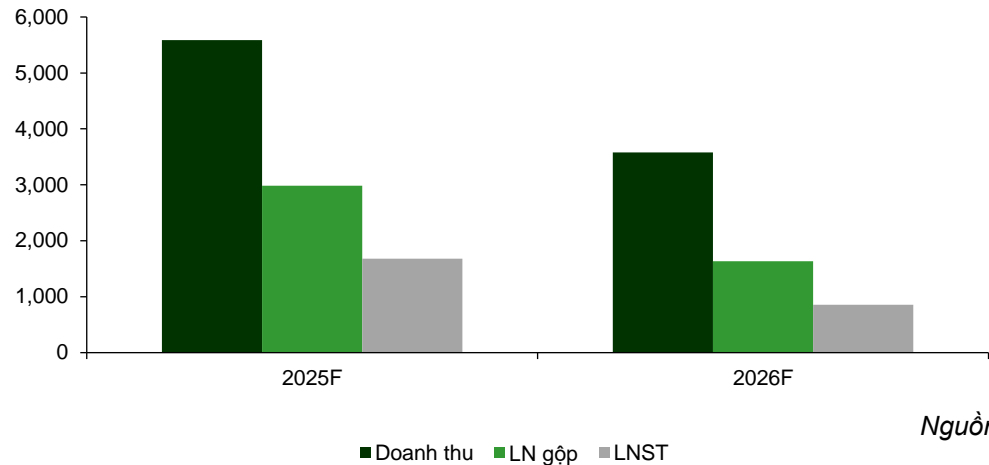
Nguồn: NLG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Tổ hợp dự án The Foresta (TP.Thủ Đức, TP.HCM) bắt đầu mang về dòng tiền

Nhằm tận dụng xu hướng hồi phục của thị trường BĐS khu vực TP.HCM, KDH bắt đầu đẩy mạnh trở lại hoạt động triển khai và kinh doanh các dự án trọng điểm. Trong đó, tổ hợp dự án The Foresta (gồm 2 phân khu dự án The Clarita và The Emeria) dự kiến được doanh nghiệp ra mắt ngay từ đầu năm 2025.

Dự án được KDH liên doanh đầu tư cùng Keppel Land, có quy mô 11,8 ha với khoảng 200 căn LK - BT. Hiện tại, doanh nghiệp đã hoàn thành thi công hạ tầng, xây thô và đang trong quá trình hoàn thiện nội - ngoại thất cho các sản phẩm. Sau khi đưa vào kinh doanh, The Foresta dự báo sẽ đóng góp hơn 9.000 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.

Hình 3: KQKD ghi nhận từ dự án The Foresta (đv: tỷ đồng)



Nguồn: KDH, VCBS

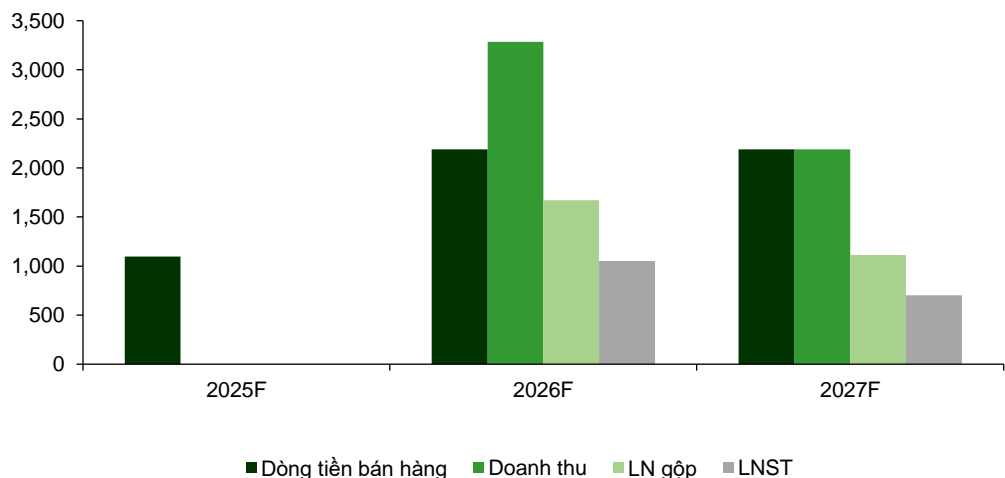
Hiệu quả lợi nhuận của dự án kì vọng sẽ ở mức khá tốt xét đến:

- Mức giá bán dự kiến ở mức khá cao (khoảng 200 – 250 triệu đồng/ m²) nhờ: (1) Thị trường BĐS khu Đông TP.HCM bắt đầu ghi nhận sự hồi phục tích cực, đặc biệt khi việc ra mắt giỏ hàng mới của các chủ đầu tư lớn như Masterise (Global City), Gamuda Land (Eaton Park) đã thiết lập mặt bằng giá mới cho khu vực lân cận, (2) Các sản phẩm của The Foresta được bàn giao hoàn thiện với tiêu chuẩn cao.
- KDH đã hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất từ năm 2022 (trước giai đoạn tăng mạnh của đơn giá tiền sử dụng đất).

Nhiều chuyển biến tích cực tại dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM)

Bên cạnh The Foresta, dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM) được xác định là dự án phát triển trọng điểm của KDH trong giai đoạn 2025 - 2026. Dự án có quy mô 16,4 ha (gồm 218 căn LK – BT và 2.000 căn hộ) với vị trí khá đắc địa, nằm trên mặt đường Nguyễn Văn Linh. Trong tháng 07.2024, KDH đã chính thức hoàn thành nghĩa vụ tài chính đối với giai đoạn 1 (13,4 ha), bắt đầu triển khai hạ tầng và dự kiến có thể ra mắt từ giữa năm 2025.

Hình 4: Dòng tiền bán hàng & KQKD ghi nhận từ dự án The Solina (đv: tỷ đồng)



Nguồn: KDH, VCBS

Với mức giá bán dự kiến khoảng 110 triệu đồng/ m² (tính riêng tiền đất), phần thấp tầng của The Solina dự kiến mang về khoảng 5.500 tỷ đồng dòng tiền bán hàng cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2027. Ngoài ra, VCBS đánh giá mặt bằng giá bán và hiệu quả lợi nhuận của dự án còn nhiều dư địa để cải thiện trong thời gian tới xét đến:

- Khu vực Bình Chánh sở hữu tiềm năng tăng giá đất tốt nhờ: (1) Định hướng lên Quận năm 2025, (2) Còn nhiều quỹ đất để phát triển các dự án hạ tầng, tiện ích và quy hoạch các KĐT mới, giúp thay đổi bộ mặt đô thị trên địa bàn.
- Việc phát triển dự án Vinhomes Cần Giờ (dự kiến triển khai từ tháng 04.2025) và các hạ tầng đi kèm dự báo sẽ đóng góp động lực lớn đến tính hấp dẫn và mặt bằng giá bán của thị trường BĐS phía Nam TP.HCM.

Lợi thế từ quỹ đất khu vực đô thị TP.HCM

KDH là một trong số ít doanh nghiệp BĐS sở hữu quỹ đất đáng kể tại khu vực đô thị hiện hữu TP.HCM (trong phạm vi đường Vành đai 2, cách trung tâm 10 – 14 km), phần lớn là kết quả của việc sáp nhập BCCI (giai đoạn 2015 – 2018) và đã tương đối sạch về mặt bằng. Điều này mang đến cho doanh nghiệp lợi thế lớn trong chu kỳ mới xét đến:

- Nhu cầu mua nhà và tỷ lệ hấp thụ tại dự án nội thành luôn lớn dù có mức giá cao, cho phép KDH duy trì chu kỳ bán hàng, thu hồi dòng tiền dự án tương đối ngắn nhưng vẫn sở hữu biên lợi nhuận hấp dẫn.
- So với các dự án vùng ven hoặc tại các tỉnh thành, các dự án nội thành dễ dàng hơn trong việc đẩy áp lực tăng chi phí TSDĐ vào giá bán sản phẩm.

Bảng 1: Một số dự án trọng điểm của KDH trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2030

Dự án	Địa điểm	Diện tích (m ²)	Tiến độ
The Privia	Q. Bình Tân, TP.HCM	18.000	Bắt đầu bàn giao từ 10.2024
The Foresta	TP.Thủ Đức, TP.HCM	118.000	Đang hoàn thiện nội, ngoại thất. Bắt đầu giới thiệu sản phẩm.
The Solina	H.Bình Chánh, TP.HCM	164.200	Đã đóng TSDĐ. Đang triển khai hạ tầng.
KĐT Green Village	H.Bình Chánh, TP.HCM	298.000	Hoàn thành GPMB. Đang xin cấp Chứng nhận QSDĐ.
KCN Lê Minh Xuân MR	H.Bình Chánh, TP.HCM	1.100.000	Đã có Quy hoạch chi tiết và Quyết định tiền thuê đất
KDC Tân Tạo	Q.Bình Tân, TP.HCM	3.330.000	Đã GPMB 85%

Nguồn: KDH, VCBS

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh bảng giá đất TP.HCM sát thực tế hơn có thể giúp đẩy nhanh tiến độ GPMB tại đại dự án KDC Tân Tạo (330 ha) từ năm 2025. Nếu kinh doanh thành công,

KDC Tân Tạo sẽ là động lực quan trọng giúp KDH nâng tầm vị thế doanh nghiệp và mặt bằng lợi nhuận nhờ là dự án đại đô thị hiếm hoi nằm trong khu vực sát trung tâm TP.HCM.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2025 của KDH đạt **6.218 tỷ đồng (+89,6% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **1.103 tỷ đồng (+36,3% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.213 VND/ cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu KDH dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của KDH và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **39.788 VND/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Dự án BĐS	41.075
Khoản ứng trước GPMB	1.542
BĐS đầu tư	131
(Nợ vay ròng)	(4.493)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(2.072)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	36.183
Số cổ phiếu (triệu)	904
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	39.788

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **40.200 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
2024	1,98
2023	1,87
2022	1,64
2021	3,22
2020	2,09
2019	1,92
2018	1,99
Trung vị	1,98
BVPS 2025 (VND)	20.324
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	40.200

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu KDH là **39.994 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)	
Phương pháp định giá RNAV	39.788
Phương pháp định giá tương đối	40.200
Kết hợp 2 phương pháp	39.994

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn 2025 – 2026, hoạt động bán hàng và KQKD của KDH kì vọng sẽ có sự khởi sắc đáng kể nhờ đưa vào kinh doanh các dự án The Foresta, The Solina và hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của thị trường BĐS khu vực TP.HCM.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá KDH là một trong những chủ đầu tư có hiệu quả triển khai, kinh doanh dự án hàng đầu khu vực phía Nam và sở hữu nhiều lợi thế trong chu kì thị trường mới với quỹ đất giá trị thuộc phạm vi đô thị hiện hữu của TP.HCM. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu KDH (theo [Báo cáo Ngành BĐS nhà ở 2025](#)) với mức định giá hợp lý là **39.994 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>