



CẬP NHẬT QUÝ

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

Giá mục tiêu: 23.500 Đồng

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

Tăng giá: 29,1%

Ngày 25/8/2026



Cụm dự án Gladia thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 1 năm là **23.500 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá **29%**. KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 1,1x, thấp hơn khoảng 50% so với trung bình 5 năm là 2,2x và thấp hơn khoảng 8% so với vùng đáy năm 2022.

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với KDH trong trung và dài hạn, khi đây là chủ đầu tư uy tín với quỹ đất lớn tại TP.HCM, năng lực triển khai dự án mạnh, và các dự án mở bán có pháp lý rõ ràng. Mặc dù lợi nhuận cốt lõi 6T2026 vẫn ở mức thấp, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng doanh số bán hàng sẽ giúp triển vọng tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2027 rõ nét hơn.
- Với tỷ lệ hấp thụ vượt kỳ vọng tại dự án Gladia Heights, chúng tôi điều chỉnh tăng 12% dự báo doanh số bán hàng năm 2026 lên 7,2 nghìn tỷ đồng (+65% svck). Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2027 đi ngang ở mức 7,2 nghìn tỷ đồng, nhờ doanh số từ Gladia by the Waters và mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng.
- KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 1,1x, thấp hơn khoảng 50% so với trung bình 5 năm là 2,2x. Mặc dù mức chiết khấu này phần nào phản ánh lợi nhuận cốt lõi suy yếu và đòn bẩy tài chính tăng, chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn có tiềm năng tái định giá khi doanh số tại Gladia cải thiện và lợi nhuận phục hồi rõ nét hơn.

Điểm nhấn KQKD

- KQKD Q2/2026: KDH ghi nhận doanh thu Q2/2026 đạt 161 tỷ đồng (-85% svck) và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) đạt 750 tỷ đồng (+277% svck). Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ khoản lãi tài chính bất thường 896 tỷ đồng sau khi KDH giảm tỷ lệ sở hữu Bình Trưng Mới từ 50,95% xuống 48,95%. Hoạt động bán giao tại Gladia đóng góp ở mức khiêm tốn. Theo đó, lợi nhuận báo cáo cao hơn đáng kể so với hiệu quả hoạt động thực tế. Chúng tôi ước tính NPATMI cốt lõi trong 6T2026 đạt khoảng 86 tỷ đồng, giảm 73% svck, chủ yếu do tiến độ bán giao các căn thấp tầng tại Gladia chậm hơn dự kiến.
- Triển vọng doanh số bán hàng: Tại đợt mở bán đầu tiên vào tháng 8/2026, Gladia Heights ghi nhận tỷ lệ hấp thụ đạt 90%, tương đương gần 4 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng. Do đó, chúng tôi tăng dự báo doanh số bán hàng năm 2026 lên 7,2 nghìn tỷ đồng, phản ánh tiềm năng phát triển cụm dự án Gladia của KDH. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2027 đi ngang ở mức 7,2 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi doanh số tại Gladia và việc mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng.
- Đòn bẩy tài chính: Tính đến cuối Q2/2026, tổng dư nợ của KDH tăng 64% tính từ đầu năm lên 16,7 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhằm tài trợ cho thương vụ mua lại dự án Cát Lái. Theo đó, tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tăng lên 0,69x từ 0,35x vào cuối năm 2025, làm gia tăng áp lực lên tiến độ triển khai và hoạt động bán hàng để hiện thực hóa dòng tiền.

Rủi ro

Rủi ro bao gồm (i) Các căn mở bán có diện tích tương đối lớn và lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức cao có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ phân khúc thấp tầng; và (ii) Đòn bẩy ở mức cao làm tăng rủi ro triển khai dự án, công ty phụ thuộc nhiều hơn vào việc mở bán đúng tiến độ và duy trì đà bán hàng tích cực nhằm hiện thực hóa dòng tiền và đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận

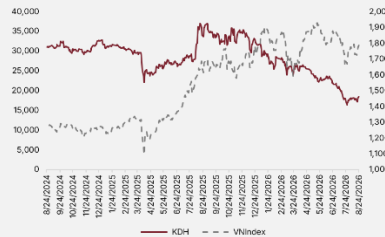
| Tỷ đồng                   | 2023  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ đồng) | 2.088 | 3.279 | 4.651 | 1.705 | 7.862 |
| NPATMI (tỷ đồng)          | 716   | 810   | 1.045 | 1.402 | 1.156 |
| Tăng trưởng NPATMI (%)    | -35%  | 13%   | 29%   | 34%   | -17%  |
| EPS (VND)                 | 895   | 801   | 932   | 1.224 | 1.010 |
| ROE (%)                   | 5%    | 5%    | 8%    | 8%    | 10%   |
| Nợ/VCSH                   | 0,41  | 0,36  | 0,48  | 0,83  | 0,80  |
| Tỷ suất cổ tức (%)        | -     | -     | -     | -     | -     |
| P/E (x)                   | 35,07 | 45,08 | 33,81 | 14,71 | 17,83 |
| P/B (x)                   | 1,87  | 2,10  | 1,91  | 1,06  | 1,00  |
| EV/EBITDA (x)             | 26,03 | 33,50 | 17,38 | 17,83 | 12,20 |

Nguồn: KDH, SSIResearch

Ngô Thị Kim Thanh  
Chuyên viên Phân tích cao cấp  
[thanhntk@ssi.com.vn](mailto:thanhntk@ssi.com.vn)

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Giá CP - VND (25/08/26)     | 18.200    |
| Vốn hóa (USDmn):            | 797       |
| SLCP lưu hành (triệu cp):   | 1.122     |
| KLGD TB 3 tháng (triệu cp): | 4,9       |
| Giá cao/thấp 52T (k VND):   | 37,0/16,4 |
| GTGD TB 3 tháng (USDmn):    | 3,7       |
| Tỷ lệ SHNN (%):             | 24,3      |
| GTNN còn được mua (USDmn):  | 204,6     |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):  | 0,0       |

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

KDH thành lập vào năm 2001 và trở thành chủ đầu tư nổi tiếng ở khu vực miền Nam. KDH cung cấp hơn 20.000 sản phẩm nhà phố và biệt thự hạng sang, căn hộ ở khu vực phí Tây và Đông TP. HCM. Hiện tại, KDH có hơn 524 ha đất tại TP. HCM cho dự án phát triển trong tương lai bao gồm cả đất ở và đất KCN.

## Cập nhật KQKD Q2/2026

| Tỷ đồng              | 2Q26 | 2Q25  | YoY  | 1Q26 | QoQ   | % hoàn thành kế hoạch năm | Biên lợi nhuận |      |      |      |
|----------------------|------|-------|------|------|-------|---------------------------|----------------|------|------|------|
|                      |      |       |      |      |       |                           | 2Q26           | 2Q25 | 1Q26 | 2025 |
| Doanh thu thuần      | 161  | 1,049 | -85% | 281  | -43%  | 11%                       |                |      |      |      |
| Lợi nhuận gộp        | 81   | 404   | -80% | 183  | -56%  |                           | 50%            | 38%  | 65%  | 59%  |
| Lợi nhuận hoạt động  | 833  | 238   | 249% | 75   | 1010% |                           | 518%           | 23%  | 27%  | 42%  |
| EBIT                 | 820  | 245   | 234% | 361  | 127%  |                           | 510%           | 23%  | 128% | 44%  |
| EBITDA               | 823  | 249   | 231% | 365  | 125%  |                           | 512%           | 24%  | 130% | 44%  |
| Lợi nhuận trước thuế | 800  | 245   | 226% | 356  | 125%  |                           | 498%           | 23%  | 126% | 44%  |
| Lợi nhuận ròng       | 770  | 196   | 292% | 327  | 135%  |                           | 479%           | 19%  | 116% | 35%  |
| NPATMI               | 750  | 199   | 277% | 281  | 166%  | 69%                       | 467%           | 19%  | 100% | 22%  |

Nguồn: KDH, SSI Research

KDH ghi nhận KQKD Q2/2026 khả quan, nhưng phần lớn đến từ các khoản lợi nhuận bất thường và chưa thực sự phản ánh sự phục hồi của hoạt động bán giao bất động sản.

KDH ghi nhận doanh thu Q2/2026 đạt 161 tỷ đồng (-85% svck) và NPATMI đạt 750 tỷ đồng (+277% svck). Mức tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu được thúc đẩy bởi khoản lãi tài chính bất thường 896 tỷ đồng sau khi KDH giảm tỷ lệ sở hữu Bình Trưng Mới từ 50,95% xuống 48,95%. Khoản lợi nhuận bất thường này bao gồm 22 tỷ đồng lợi nhuận từ việc bán 2% cổ phần tại Bình Trưng Mới và 875 tỷ đồng lợi nhuận ghi nhận khi ngừng hợp nhất công ty con, chủ yếu đến từ việc tái phân loại phần lợi nhuận giữ lại đã ghi nhận trước đó sang thu nhập tài chính. Ngoài ra, hoạt động bán giao tại dự án Gladia cũng đóng góp khiêm tốn vào KQKD quý 2.

Lũy kế 6T2026, NPATMI đạt 1.031 tỷ đồng (+221% svck), hoàn thành 84% dự báo lợi nhuận năm 2026 và 69% kế hoạch lợi nhuận năm của công ty. Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường, bao gồm 285 tỷ đồng từ thương vụ mua rẻ CTCP Phát triển Bất động sản An Lập trong Q1/2026 và khoản lợi nhuận tài chính từ việc ngừng hợp nhất Bình Trưng Mới trong Q2/2026, chúng tôi ước tính NPATMI cốt lõi trong 6T2026 đạt khoảng 86 tỷ đồng, giảm 73% svck, thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng, phản ánh tiến độ bán giao tại dự án Gladia chậm hơn dự kiến.

## Cập nhật danh mục dự án của KDH

| Dự án                | Diện tích đất (ha) | Sản phẩm              | KDH sở hữu | Tiến độ                                                                                                                                    | Tiến độ mở bán dự kiến & Ghi nhận doanh thu |      |      |       |
|----------------------|--------------------|-----------------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------|------|-------|
|                      |                    |                       |            |                                                                                                                                            | 2025                                        | 2026 | 2027 | 2028+ |
| Gladia By The Waters | 11,8               | 226 biệt thự/nhà phố  | 49-51%     | Đã chính thức mở bán vào tháng 10/2205<br>Tính đến cuối Q2/2026, KDH đã bán được 60% tổng số căn, trong đó 35% số căn đã được bàn giao     |                                             |      |      |       |
|                      |                    | 616 căn hộ            | 51%        | Chính thức khởi công xây dựng vào 25/1/2026, đã hoàn tất thi công phần móng. Đạt mở bán đầu tiên trong tháng 8/2026 đạt tỷ lệ hấp thụ 90%. |                                             |      |      |       |
| Bình Trưng mở rộng   | 18,2               | ~200 biệt thự/nhà phố | 100%       | Đã hoàn tất bồi thường giải phóng mặt bằng<br>Đã nhận chấp thuận chủ trương đầu tư                                                         |                                             |      |      |       |
|                      |                    | ~3.500 căn hộ         |            | Dự kiến khởi công xây dựng vào Q4/2026                                                                                                     |                                             |      |      |       |
| Cát Lái              | 8,2                | 200 biệt thự/nhà phố  | 99%        | Hoàn tất thủ tục pháp lý<br>Dự kiến khởi công xây dựng vào 2027                                                                            |                                             |      |      |       |
| The Solina (11A)     | 16,4               | 500 biệt thự/nhà phố  | 100%       | Giai đoạn 1 (13ha): Hoàn tất bồi thường giải phóng mặt bằng                                                                                |                                             |      |      |       |

| Dự án                     | Diện tích đất (ha)                 | Sàn phẩm       | KDH sở hữu | Tiến độ                                                    | Tiến độ mở bán dự kiến & Ghi nhận doanh thu |      |      |       |
|---------------------------|------------------------------------|----------------|------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------|------|-------|
|                           |                                    |                |            |                                                            | 2025                                        | 2026 | 2027 | 2028+ |
| KCN Lê Minh Xuân          | 109,9                              | 300 căn hộ     | 100%       | Đã nộp tiền sử dụng đất và nhận giấy phép xây dựng         |                                             |      |      |       |
|                           |                                    | 60 ha cho thuê |            | Giai đoạn 1 (90ha): Đã nhận giấy phép xây dựng             |                                             |      |      |       |
|                           |                                    |                |            | Hoàn tất nộp tiền thuê đất                                 |                                             |      |      |       |
| Green Village-Phong Phú 2 | 26,0                               | NA             | 100%       | Hoàn tất bồi thường giải phóng mặt bằng                    |                                             |      |      |       |
|                           |                                    |                |            | Dự án đang trong quá trình xin phê duyệt chủ trương đầu tư |                                             |      |      |       |
| KĐT Tân Tạo               | 329,9                              | NA             | 100%       | Công tác giải phóng mặt bằng đạt khoảng 85%                |                                             |      |      |       |
| Tổng                      | 520,4                              |                |            |                                                            |                                             |      |      |       |
|                           | Tiến độ mở bán dự kiến             |                |            |                                                            |                                             |      |      |       |
|                           | Tiến độ ghi nhận doanh thu dự kiến |                |            |                                                            |                                             |      |      |       |

Nguồn: KDH, SSI Research

Triển vọng doanh số bán hàng

KDH đã chính thức mở bán Gladia Heights, phân khu cao tầng thuộc dự án Gladia by the Waters bao gồm 616 căn hộ và 23 nhà phố, vào ngày 01/08/2026 theo đúng kế hoạch. Trong đợt mở bán đầu tiên, KDH chào bán khoảng 500 căn và đạt tỷ lệ hấp thụ trên 90%, tương đương doanh số bán hàng đạt gần 4.000 tỷ đồng. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ bán hết số căn còn lại trong ba tháng tới, đồng thời dự kiến bắt đầu bàn giao từ năm 2027. Theo dữ liệu thị trường, giá bán hiện dao động từ 85-96 triệu đồng/m². KDH hiện đang áp dụng các chính sách hỗ trợ bao gồm giãn tiến độ thanh toán và hỗ trợ lãi suất, ân hạn gốc lên tới 24 tháng, qua đó hỗ trợ khả năng chi trả của người mua và duy trì nhu cầu trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức.

Sau kết quả bán hàng tích cực tại Gladia Heights, KDH dự kiến sẽ tiếp tục tập trung phát triển cụm dự án Gladia, bao gồm Gladia by the Waters, Bình Trưng mở rộng và Cát Lái. Chúng tôi điều chỉnh tăng 12% dự báo doanh số bán hàng năm 2026 lên 7,2 nghìn tỷ đồng (+65% svck), chủ yếu nhờ kết quả bán hàng tại Gladia Heights vượt kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định doanh số đối với số căn biệt thự còn lại tại Gladia, do các căn này có diện tích lớn trong bối cảnh mật độ lãi suất tương đối cao. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2027 đạt 7,2 nghìn tỷ đồng, đi ngang so với năm trước, được hỗ trợ bởi hoạt động bán hàng tại Gladia by the Waters và bắt đầu mở bán dự án Bình Trưng Mở rộng.

Gladia Heights

Cụm dự án Gladia



Nguồn: SSI Research, Các nhà phân phối

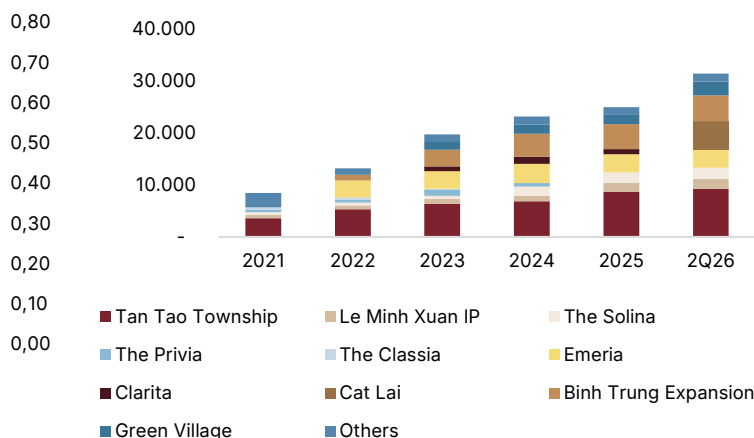
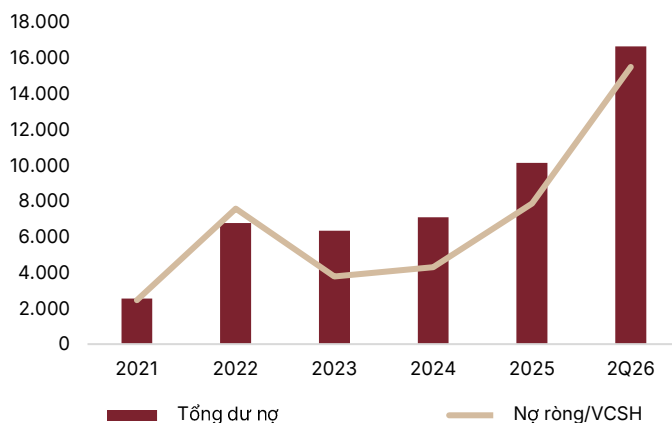
\*Hình mang tính chất minh họa

## Cơ cấu nợ

Tính đến cuối Q2/2026, tổng nợ của KDH đạt 16,7 nghìn tỷ đồng (+64% so với đầu năm), chủ yếu để tài trợ mua lại dự án Cát Lái. Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu tăng lên 0,69x, từ 0,35x tại cuối năm 2025. Trong những năm gần đây, KDH đã đẩy mạnh đòn bẩy tài chính nhằm tài trợ phát triển dự án và mở rộng quỹ đất. Việc sử dụng đòn bẩy ở mức cao hơn cũng làm gia tăng rủi ro triển khai dự án, đồng thời khiến công ty phụ thuộc nhiều hơn vào tiến độ triển khai dự án và kết quả mở bán để đẩy nhanh quá trình chuyển đổi dòng tiền trong bối cảnh thị trường vẫn còn nhiều thách thức.

### Cơ cấu nợ

### Hàng tồn kho và chi phí xây dựng cơ bản dở dang (tỷ đồng)



Nguồn: SSI Research, Các nhà phân phối

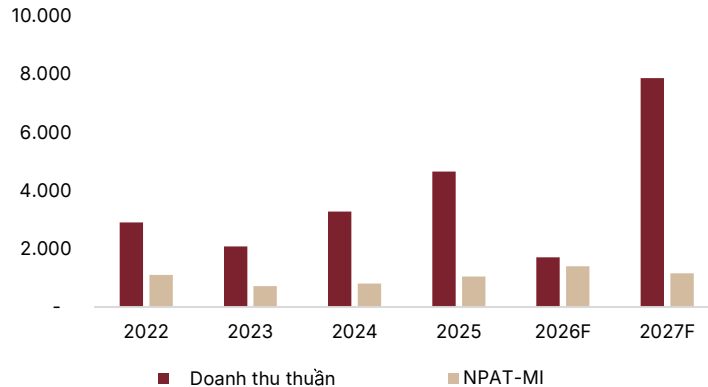
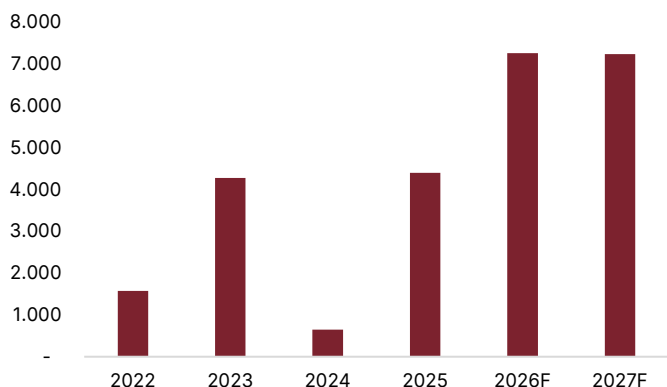
## Triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2026 của KDH đạt 1.705 tỷ đồng (-64% svck) và NPATMI đạt 1.402 tỷ đồng (+34% svck). Chúng tôi điều chỉnh giảm đáng kể dự báo doanh thu năm 2026 từ mức 5.762 tỷ đồng trước đây, chủ yếu do việc KDH không còn hợp nhất Bình Trưng Mới phần lợi nhuận từ dự án này được ghi nhận là lợi nhuận từ công ty liên kết. Ngược lại, chúng tôi nâng dự báo NPATMI năm 2026 thêm 14%, nhờ khoản lợi nhuận bất thường 1.154 tỷ đồng ghi nhận trong 6T2026, tuy nhiên, mức điều chỉnh tăng này phần nào bị hạn chế bởi tiến độ bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Gladia chậm hơn kỳ vọng. Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường, lợi nhuận cốt lõi năm 2026 dự kiến đạt 478 tỷ đồng, giảm 54% svck.

Sang năm 2027, KDH dự kiến ghi nhận doanh thu đạt 7.862 tỷ đồng (+361% svck) và NPATMI đạt 1.156 tỷ đồng (-18% svck), chủ yếu nhờ hoạt động bàn giao căn hộ tại Gladia Heights. Lợi nhuận cốt lõi dự báo tăng mạnh 142% svck.

### Doanh số bán hàng của KDH 2022 – 2027F (tỷ đồng)

### Lợi nhuận của KDH 2022 - 2027F (tỷ đồng)



Nguồn: KDH, SSI Research



## Định giá và Luận điểm đầu tư

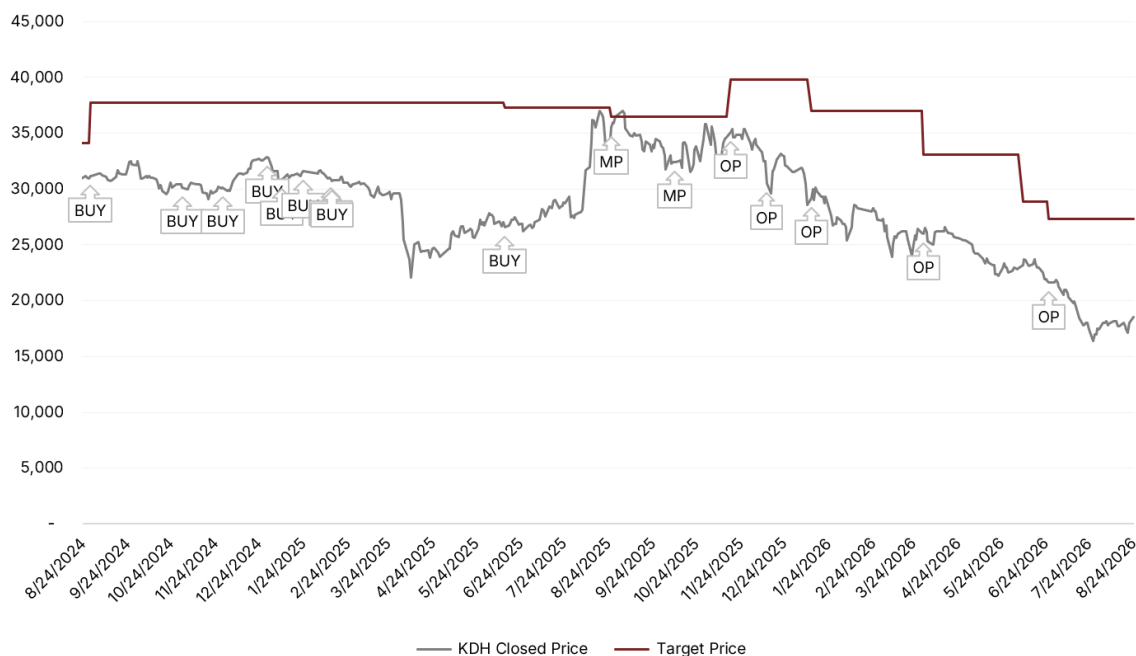
Giá cổ phiếu KDH đã giảm mạnh 46% từ đầu năm đến nay, phản ánh điều kiện thị trường còn nhiều thách thức, cũng như kết quả lợi nhuận cốt lõi và doanh số bán hàng trong 6T2026 thấp hơn kỳ vọng. KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B trượt là 1,1x, thấp hơn khoảng 50% so với mức trung bình 5 năm là 2,2x và thấp hơn 8% so với vùng đáy năm 2022.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với KDH trong trung và dài hạn. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số bán hàng sẽ được hỗ trợ bởi chiến lược tập trung phát triển cụm dự án Gladia. Kết quả mở bán khả quan tại Gladia Heights góp phần củng cố quan điểm của chúng tôi về triển vọng phát triển dự án và nhu cầu thị trường dành cho các dự án sắp mở bán của KDH. Về dài hạn, KDH có vị thế thuận lợi để khai thác giá trị từ quỹ đất lớn và có pháp lý rõ ràng tại TP.HCM. độ triển khai, mở bán và kết quả bán hàng tại các dự án mới sẽ là các yếu tố quan trọng quyết định khả năng hiện thực hóa dòng tiền và tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với KDH với giá mục tiêu 1 năm là **23.500 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá khoảng 29%. Chúng tôi giảm 13% giá mục tiêu so với báo cáo trước, phản ánh mức nợ ròng cao hơn tại thời điểm cuối Q2/2026 và điều chỉnh các giả định về dòng tiền dựa trên tiến độ bán hàng của các dự án đang triển khai.

**Rủi ro** bao gồm (i) Các căn mở bán có diện tích tương đối lớn và lãi suất cho vay mua nhà tăng có thể gây áp lực lên tỷ lệ hấp thụ phân khúc thấp tầng; và (ii) Đòn bẩy ở mức cao làm tăng rủi ro triển khai dự án, công ty phụ thuộc nhiều hơn vào việc mở bán đúng tiến độ và duy trì đà bán hàng tích cực nhằm hiện thực hóa dòng tiền và đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận.

### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

| Tỷ đồng                                   | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>               |               |               |               |               |
| + Tiền và các khoản tương đương           | 3.096         | 2.544         | 2.155         | 4.102         |
| + Đầu tư ngắn hạn                         | 277           | 211           | 211           | 211           |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn             | 3.013         | 5.482         | 3.174         | 4.535         |
| + Hàng tồn kho                            | 22.180        | 23.260        | 31.596        | 32.816        |
| + Tài sản ngắn hạn khác                   | 276           | 122           | 122           | 220           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>              | <b>28.840</b> | <b>31.619</b> | <b>37.258</b> | <b>41.884</b> |
| + Các khoản phải thu dài hạn              | 69            | 62            | 62            | 80            |
| + GTCL Tài sản cố định                    | 73            | 67            | 67            | 67            |
| + Bất động sản đầu tư                     | 233           | 230           | 225           | 221           |
| + Tài sản dài hạn dở dang                 | 1.027         | 1.735         | 1.790         | 2.325         |
| + Đầu tư dài hạn                          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Tài sản dài hạn khác                    | 510           | 361           | 133           | 490           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>               | <b>1.913</b>  | <b>2.455</b>  | <b>2.276</b>  | <b>3.183</b>  |
| <b>Tổng tài sản</b>                       | <b>30.753</b> | <b>34.074</b> | <b>39.535</b> | <b>45.067</b> |
| + Nợ ngắn hạn                             | 4.179         | 3.515         | 3.299         | 4.950         |
| Trong đó: vay ngắn hạn                    | 1.100         | 1.802         | 1.632         | 1.907         |
| + Nợ dài hạn                              | 7.123         | 9.394         | 16.044        | 17.624        |
| Trong đó: vay dài hạn                     | 5.998         | 8.348         | 15.119        | 16.060        |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>                   | <b>11.302</b> | <b>12.910</b> | <b>19.343</b> | <b>22.574</b> |
| + Vốn góp                                 | 10.111        | 11.222        | 11.222        | 11.222        |
| + Thặng dư vốn cổ phần                    | 3.314         | 3.353         | 3.353         | 3.353         |
| + Lợi nhuận chưa phân phối                | 3.617         | 3.595         | 4.094         | 5.227         |
| + Quỹ khác                                | 2.409         | 2.993         | 1.522         | 2.690         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                     | <b>19.450</b> | <b>21.164</b> | <b>20.192</b> | <b>22.493</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b> | <b>30.753</b> | <b>34.074</b> | <b>39.535</b> | <b>45.067</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>                 |               |               |               |               |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh         | -4.252        | -2.024        | -6.935        | 1.267         |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư             | -314          | -1.723        | -55           | -535          |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính          | 3.932         | 3.195         | 6.601         | 1.216         |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>     | <b>-634</b>   | <b>-551</b>   | <b>-389</b>   | <b>1.947</b>  |
| Tiền đầu kỳ                               | 3.730         | 3.096         | 2.544         | 2.155         |
| <b>Tiền cuối kỳ</b>                       | <b>3.096</b>  | <b>2.544</b>  | <b>2.155</b>  | <b>4.102</b>  |
| <b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>      |               |               |               |               |
| Hệ số thanh toán hiện hành                | 6,90          | 8,99          | 11,29         | 8,46          |
| Hệ số thanh toán nhanh                    | 1,53          | 2,34          | 1,68          | 1,79          |
| Hệ số thanh toán tiền mặt                 | 0,81          | 0,78          | 0,72          | 0,87          |
| Nợ ròng / EBITDA                          | 3,12          | 2,84          | 5,57          | 4,89          |
| Khả năng thanh toán lãi vay               |               |               |               |               |
| Ngày phải thu                             | 13,3          | 56,0          | 219,3         | 42,1          |
| Ngày phải trả                             | 45,1          | 38,6          | 45,8          | 10,9          |
| Ngày tồn kho                              | 4,860,1       | 4,370,2       | 11,651,6      | 2,982,7       |
| <b>Cơ cấu vốn</b>                         |               |               |               |               |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản               | 0,63          | 0,62          | 0,51          | 0,50          |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản                  | 0,37          | 0,38          | 0,49          | 0,50          |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu                | 0,58          | 0,61          | 0,96          | 1,00          |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu                         | 0,36          | 0,48          | 0,83          | 0,80          |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu                | 0,06          | 0,09          | 0,08          | 0,08          |

Nguồn: KDH, SSI Research

| Tỷ đồng                                  | 2024         | 2025         | 2026F        | 2027F        |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>        |              |              |              |              |
| <b>Doanh thu thuần</b>                   | <b>3.279</b> | <b>4.651</b> | <b>1.705</b> | <b>7.862</b> |
| Giá vốn hàng bán                         | -1.538       | -1.898       | -859         | -4.016       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>1.740</b> | <b>2.754</b> | <b>845</b>   | <b>3.846</b> |
| Doanh thu hoạt động tài chính            | 37           | 40           | 940          | 43           |
| Chi phí tài chính                        | -216         | -180         | -170         | -197         |
| Thu nhập từ các công ty liên kết         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Chi phí bán hàng                         | -222         | -373         | -153         | -708         |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp             | -209         | -220         | -153         | -372         |
| <b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>1.131</b> | <b>2.021</b> | <b>1.706</b> | <b>2.925</b> |
| Thu nhập khác                            | -80          | 18           | 281          | -19          |
| Lợi nhuận trước thuế                     | 1.051        | 2.039        | 1.987        | 2.906        |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                    | <b>803</b>   | <b>1.627</b> | <b>1.590</b> | <b>2.324</b> |
| <b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>        | <b>810</b>   | <b>1.045</b> | <b>1.402</b> | <b>1.156</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số             | -7           | 581          | 188          | 1.168        |
| EPS cơ bản (VND)                         | 801          | 932          | 1.224        | 1.010        |
| Giá trị sổ sách (VND)                    | 17.202       | 16.506       | 16.950       | 17.960       |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu)                    | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT                                     | 1.051        | 2.039        | 1.987        | 2.906        |
| EBITDA                                   | 1.059        | 2.043        | 1.992        | 2.910        |
| <b>Tăng trưởng</b>                       |              |              |              |              |
| Doanh thu                                | 57,0%        | 41,9%        | -63,4%       | 361,2%       |
| EBITDA                                   | -0,5%        | 92,9%        | -2,5%        | 46,1%        |
| EBIT                                     | -1,7%        | 94,0%        | -2,5%        | 46,2%        |
| Lợi nhuận ròng                           | 10,1%        | 102,6%       | -2,3%        | 46,2%        |
| Vốn chủ sở hữu                           | 25,3%        | 8,8%         | -4,6%        | 11,4%        |
| Vốn điều lệ                              | 26,5%        | 11,0%        | 0,0%         | 0,0%         |
| Tổng tài sản                             | 16,1%        | 10,8%        | 16,0%        | 14,0%        |
| <b>Định giá</b>                          |              |              |              |              |
| P/E                                      | 45,1         | 33,8         | 14,7         | 17,8         |
| P/B                                      | 2,1          | 1,9          | 1,1          | 1,0          |
| Giá/Doanh thu                            | 10,0         | 6,2          | 17,8         | 3,9          |
| Tỷ suất cổ tức                           | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| EV/EBITDA                                | 33,5         | 17,4         | 17,8         | 12,2         |
| EV/Doanh thu                             | 10,8         | 7,6          | 20,8         | 4,5          |
| <b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>       |              |              |              |              |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                    | 53,1%        | 59,2%        | 49,6%        | 48,9%        |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động              | 33,0%        | 42,4%        | 97,6%        | 36,7%        |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng                   | 24,5%        | 35,0%        | 93,3%        | 29,6%        |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần         | 6,8%         | 8,0%         | 9,0%         | 9,0%         |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần          | 6,4%         | 4,7%         | 9,0%         | 4,7%         |
| ROE                                      | 4,6%         | 8,0%         | 7,7%         | 10,3%        |
| ROA                                      | 2,8%         | 5,0%         | 4,3%         | 5,2%         |
| ROIC                                     | 3,3%         | 5,6%         | 4,7%         | 6,0%         |

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư**  
**Phạm Lưu Hưng**  
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

**Chiến lược thị trường**  
**Đào Minh Châu**  
Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
chaudm@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

**Phân tích Ngành Bất động sản**  
**Ngô Thị Kim Thanh**  
Chuyên viên Phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

**Dữ liệu**  
**Nguyễn Thị Anh Thư**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thunta2@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321