Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (HSX: KDH)

Lợi nhuận 9T2026 phù hợp với dự phóng của chúng tôi và chủ yếu đến từ khoản lãi thoái vốn tại Bình Trưng Mới và lãi mua rẻ dự án An Lập. Chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự phóng doanh thu năm 2027 xuống 4.010 tỷ đồng và giảm 21% dự phóng LNST sau CĐTS xuống 1.429 tỷ đồng do lùi thời gian bàn giao dự án Bình Trưng mở rộng từ năm 2027 sang năm 2028 và loại bỏ doanh thu cho thuê của KCN Lê Minh Xuân mở rộng do dự án này được chuyển đổi thành dự án nhà ở xã hội. Giá mục tiêu cuối năm 2027 được điều chỉnh giảm 17% xuống 19.000 đồng/cổ phiếu do chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10%, thay đổi quy hoạch một số dự án và bổ sung dự án BT và Tân Tạo B. Duy trì khuyến nghị MUA.

Lợi nhuận 9T2026 chủ yếu đến từ hoạt động ngoài cốt lõi. KDH ghi nhận doanh thu thuần 483 tỷ đồng, giảm 83% svck do chỉ bàn giao một số ít căn thấp tầng tại dự án Gladia. Tuy nhiên, LNST sau CĐTS tăng gấp đôi svck lên 1.209 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các khoản lãi bất thường:

1) 896 tỷ đồng doanh thu tài chính từ việc chuyển nhượng vốn tại Bình Trưng Mới. Trong đó, ~22 tỷ đồng là khoản lãi từ việc chuyển nhượng 2% vốn, giảm tỷ lệ sở hữu của KDH xuống 48,95%, và ~875 tỷ đồng còn lại là khoản lãi từ lần chuyển nhượng 49% vốn trước đây, được chuyển từ lợi nhuận sau thuế chưa phân phối sang báo cáo kết quả kinh doanh.

2) 285 tỷ đồng lãi từ giao dịch mua rẻ 99% vốn của An Lập với giá 2.553 tỷ đồng.

3) 129 tỷ đồng tiền bồi thường chấm dứt hợp đồng.

Điều chỉnh quy hoạch một số dự án để thích ứng với điều kiện thị trường không thuận lợi. KDH sở hữu quỹ đất hơn 660 ha tại khu vực nội thành TP.HCM và trước đây tập trung phát triển căn hộ trung cấp và nhà liền thổ cao cấp. Gần đây, công ty điều chỉnh quy hoạch một số dự án (An Lập, 11A, Tân Tạo A) theo hướng tăng sản phẩm cao tầng, giảm sản phẩm thấp tầng và mở rộng sang phân khúc nhà ở xã hội (chuyển đổi KCN Lê Minh Xuân mở rộng thành dự án nhà ở xã hội Lê Minh Xuân với quy mô ~30.000 căn). Chúng tôi cho rằng sự chuyển hướng chiến lược này phù hợp với điều kiện thị trường bất động sản hiện tại trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao và Chính phủ hỗ trợ phát triển nhà ở vừa túi tiền và nhà ở xã hội – những phân khúc có nhu cầu cao và bền vững. Điều này sẽ giúp công ty đẩy nhanh tốc độ bán hàng và thu tiền. Chi tiết xem tại Bảng 2.

	2023	2024	2025	2026F	2027F
DT thuần (tỷ đồng)	2.088	3.279	4.651	776	4.010
Tăng trưởng	*-28,3%*	*57,0%*	*41,9%*	*-83,3%*	*416,6%*
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	716	810	1.045	1.540	1.429
Tăng trưởng	*-35,1%*	*13,2%*	*29,0%*	*47,3%*	*-7,2%*
EPS (hiệu chỉnh; VND)	646	678	805	1.175	1.090
Tăng trưởng	*-35,8%*	*5,0%*	*18,7%*	*46,0%*	*-7,2%*
ROE	5,7%	5,3%	5,8%	8,0%	7,0%
Nợ ròng/VCSH	16,8%	19,2%	34,9%	53,6%	69,9%
P/E (lần)	24,1	22,9	19,3	13,2	14,3
P/B (lần)	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
Cổ tức (đồng)	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Báo cáo Cập nhật

Khuyến nghị	**MUA**
	KDH
	Bất động sản
Giá mục tiêu (VND)	**19.000**
Giá hiện tại (VND)	**15.550**
Tỷ lệ tăng giá	22,1%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	**22,1%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-45,7	15,7	-6,3	-48,3
Tương đối	-44,7	14,9	-5,2	-60,1

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Tiên Lộc	11,23%
VinaCapital	8,09%

Thống kê

	12/11/26
Mã Bloomberg	**KDH VN**
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	12.750 - 32.909
SL lưu hành (triệu cp)	1.245
Vốn hóa (tỷ đồng)	19.364
Vốn hóa (triệu USD)	748
Room khối ngoại còn lại (%)	26,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	57,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	6.157.141
VND/USD	25.870
Index: VNIndex / HNX	1.734,75/256,62

Tỷ lệ đòn bẩy có thể tăng trong những tháng tới do dự án BT. Trong Q3/2026, nợ ròng giảm hơn 1.900 tỷ đồng xuống 9.642 tỷ đồng, kéo tỷ lệ Nợ ròng/VCSH giảm từ 57,8% xuống 47,9%. Tuy nhiên, tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA tăng từ 6,7x lên 9,6x do EBITDA âm trong Q3/2026. Các tỷ lệ này cao hơn mức trung vị ngành lần lượt là 30% và 1,4x. Dự án BT Mả Lạng – Chợ Gà Gạo với tổng vốn đầu tư gần 15.700 tỷ đồng dự kiến bắt đầu bồi thường từ cuối năm 2026 với chi phí ước tính khoảng 9.000 tỷ đồng cho hơn 1.300 hộ dân, điều này có thể làm tăng dư nợ vay ngân hàng của KDH trong những tháng tới. Chúng tôi dự phóng nợ ròng của KDH sẽ tăng lên hơn 12.100 tỷ đồng và tỷ lệ Nợ ròng/VCSH sẽ đạt 53,6% vào cuối năm 2026.

KDH sẽ được giao dự án Tân Tạo B (133 ha, liền kề dự án Tân Tạo A) **để thanh toán cho dự án BT này từ năm 2027** theo tiến độ xây dựng của dự án BT (Giai đoạn 1: 49 ha năm 2027; Giai đoạn 2: 46 ha năm 2028 và Giai đoạn 3: 38 ha năm 2029). KDH dự kiến phát triển ~30.000 căn hộ tại Tân Tạo B với giá bán bình quân 50-60 triệu đồng/m2 (tương đương 2,5-4,5 tỷ đồng/căn). Với nhu cầu cao đối với phân khúc căn hộ trung cấp tại TP.HCM (cũ), vị trí của dự án và thương hiệu của KDH, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt.

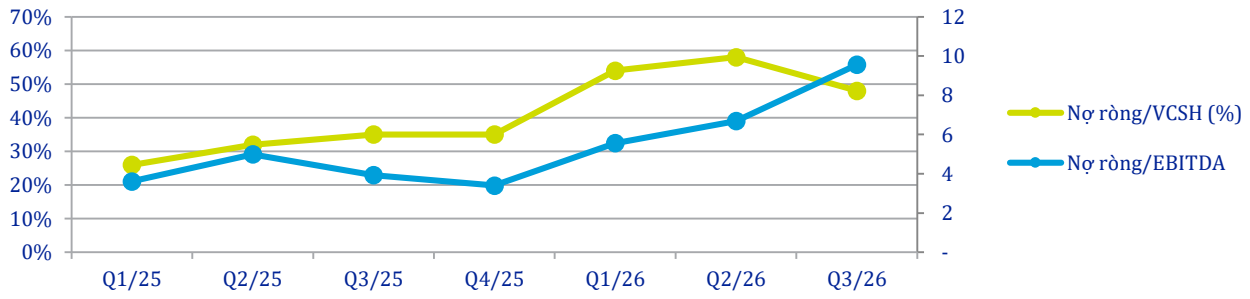
Triển vọng: Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2027 đạt 4.010 tỷ đồng (+417% svck), chủ yếu đến từ việc bàn giao phần cao tầng của dự án Gladia trong Q4/2027. LNST sau CĐTS dự phóng giảm nhẹ xuống 1.429 tỷ đồng (-7% svck) chủ yếu do biên lợi nhuận gộp của phần cao tầng dự án Gladia thấp hơn so với phần thấp tầng được bàn giao trong năm 2026. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cuối năm 2027 là 19.000 đồng/cổ phiếu (-17% so với giá mục tiêu trước đó) do chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10%, thay đổi quy hoạch một số dự án và bổ sung dự án BT và Tân Tạo B.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	Tăng trưởng svck	9T2025	9T2026	Tăng trưởng svck	Kế hoạch 2026	% Hoàn thành
Doanh thu thuần	**1.098**	**41**	**-96%**	**2.857**	**483**	**-83%**	**4.200**	**12%**
Lợi nhuận gộp	776	6	-99%	1.486	270	-82%		
Doanh thu tài chính	5	3	-38%	29	916	3.087%		
Chi phí tài chính	3	13	366%	104	60	-43%		
Chi phí bán hàng và QLDN	119	67	-44%	348	296	-15%		
Thu nhập khác	9	141	1.524%	35	444	1.171%		
Lợi nhuận sau thuế	526	169	-68%	841	1.268	51%		
LNST sau CĐTS	**236**	**176**	**-25%**	**557**	**1.209**	**117%**	**1.500**	**81%**

Nguồn: KDH, ACBS.

Hình 1: Tỷ lệ đòn bẩy



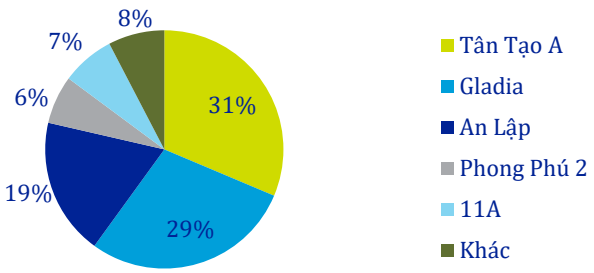
Nguồn: KDH, ACBS.

Bảng 2: Cập nhật các dự án

Dự án	TLSH	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	TVĐT (tỷ đồng)	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	LNTT dự kiến (tỷ đồng)	Tổng số căn	Tiến độ
Gladia	49-51%	P. Bình Trưng, TP.HCM	11,8	Thấp tầng: 6.600	Thấp tầng: 9.500	Thấp tầng: 2.900	639 căn hộ và 226 căn thấp tầng	Chuyển nhượng 49% vốn toàn bộ dự án cho Keppel năm 2023 và 2% vốn tại một phần phân khu thấp tầng năm 2026. Thấp tầng: đã hoàn thành xây dựng, mở bán Q3/2025, bàn giao từ Q4/2025. Lũy kế đã bán 60%. Cao tầng: khởi công T1/2026, **mở bán Q3/2026 và đã bán 80%. Dự kiến bàn giao từ Q4/2027.**
Bình Trưng mr	100%	P. Bình Trưng, TP.HCM	18,2	19.000	24.000	5.000	3.300 căn hộ và 200 căn thấp tầng	Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư, quy hoạch 1/500 và quyết định giao đất. Đang xây dựng hạ tầng. **Dự kiến mở bán 2.000 căn hộ trong Q1/2027 với giá bán bình quân 5-7 tỷ đồng/căn và bàn giao năm 2028.**
An Lập	99%	P. Cát Lái, TP.HCM	8,2	n/a	n/a	n/a	3.000 căn hộ	**Điều chỉnh từ 202 căn thấp tầng thành 3.000 căn hộ.** Đã hoàn thành bồi thường. Đã có GCN quyền sử dụng đất, chấp thuận chủ trương đầu tư và quy hoạch 1/500. **Dự kiến khởi công năm 2027, mở bán năm 2028 và bàn giao từ năm 2029.**
11A	100%	P. Bình Hưng, TP.HCM	16,4	14.800	22.500	7.700	3.800 căn hộ và 31 căn thấp tầng	**Điều chỉnh từ 1.000 căn hộ và 500 căn thấp tầng thành 3.800 căn hộ và 31 căn thấp tầng. Dự kiến mở bán 1.400 căn hộ với giá bán bình quân 4-5 tỷ đồng/căn và bàn giao từ năm 2029.**
Mả Lạng – Chợ Gà Gạo	n/a	P. Cầu Ông Lãnh và P. Bến Thành, TP.HCM	4,2	15.700	Không kinh doanh	Không kinh doanh	1.160 căn hộ và 93 căn thấp tầng	**Dự án BT. Dự kiến khởi công năm 2027 và hoàn thành vào cuối năm 2028.**
Tân Tạo B	100%	P. Tân Tạo, TP.HCM	133	n/a	n/a	n/a	30.000 căn hộ	**Quỹ đất thanh toán cho dự án BT. Dự kiến khởi công năm 2027, mở bán năm 2028 và bàn giao từ năm 2030.**
NOXH Lê Minh Xuân	100%	Xã Bình Lợi và Tân Nhựt, TP.HCM	109,9	n/a	n/a	n/a	30.000 căn nhà ở xã hội	**Chuyển đổi từ khu công nghiệp sang dự án nhà ở xã hội. Dự kiến khởi công năm 2027, mở bán năm 2028 và bàn giao từ năm 2029.**
Phong Phú 2	100%	P. Bình Hưng, TP.HCM	36	n/a	n/a	n/a	Cao tầng và thấp tầng	Đã hoàn thành bồi thường và có chấp thuận chủ trương đầu tư.
Khu đô thị Tân Tạo	100%	P. Tân Tạo, TP.HCM	329	n/a	n/a	n/a	61.000 căn	Đã bồi thường hơn 80%. Đã có chấp thuận chủ trương đầu tư và quy hoạch 1/500. Kỳ vọng chính quyền đẩy nhanh bồi thường phần diện tích còn lại trong năm 2027.
Tổng cộng			**662,5***					

Nguồn: KDH, ACBS.
*Ghi chú: *loại trừ dự án BT Mả Lạng – Chợ Gà Gạo.*

Hình 2: Hàng tồn kho



Nguồn: BCTC của KDH.

Hình 3: P/E và P/B lịch sử của KDH



Nguồn: Finpro.

Bảng 3: So sánh các công ty bất động sản

Mã CK	Vốn hóa (Nghìn tỷ đồng)	Hệ số thanh toán hiện hành	Hệ số thanh toán nhanh	Nợ ròng/ VCSH	Nợ ròng/ EBITDA	Biên lợi nhuận gộp Q3/26	ROE	P/E	P/B
VHM	513,4	1,3	0,1	60,2%	1,3	60,3%	38,4%	5,4	1,8
NVL	33,3	2,1	0,3	74,1%	8,8	34,4%	14,2%	3,8	0,5
VPI	22,1	1,9	0,2	122,2%	10,8	37,1%	5,8%	72,1	4,1
KDH	**19,3**	**7,2**	**1,3**	**47,9%**	**9,6**	**14,9%**	**8,6%**	**12,4**	**1,0**
SJS	16,1	2,4	0,1	28,3%	0,7	72,1%	39,9%	10,0	3,3
DXG	14,1	2,2	0,4	2,2%	0,9	48,1%	0,9%	122,7	1,0
PDR	11,9	1,6	0,3	29,9%	1,5	31,4%	19,4%	13,1	2,1
TAL	11,8	1,6	0,3	95,0%	4,5	11,0%	4,4%	21,9	0,9
NLG	11,7	2,6	1,0	-7,0%	-1,6	46,1%	4,0%	26,5	0,9
DIG	8,7	2,0	0,7	-40,1%	-4,2	21,0%	6,8%	14,1	0,9
CEO	7,3	2,5	0,5	33,6%	5,5	33,3%	3,0%	39,6	1,2
IJC	4,5	2,8	0,8	9,8%	1,2	43,0%	7,3%	9,4	0,6
HDC	3,0	1,6	0,4	67,2%	21,8	17,3%	6,6%	15,5	1,0
AGG	1,6	4,4	1,6	-30,1%	-1,0	13,7%	-3,5%	3,3	1,0
NTL	1,6	1,3	0,5	-14,6%	-2,4	30,9%	16,1%	2,8	0,4
Trung vị	**11,8**	**2,1**	**0,4**	**30,0%**	**1,4**	**33,3%**	**6,8%**	**13,7**	**1,0**

Nguồn: Bloomberg, số liệu ngày 12/11/2026.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá hiện tại (VNĐ):	15.550	Giá mục tiêu (VNĐ):	19.000	Vốn hóa (Tỷ đồng):	19.364
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)		**2023**	**2024**	**2025**	**2026F**	**2027F**
Doanh thu thuần		**2.088**	**3.279**	**4.651**	**776**	**4.010**
Tăng trưởng doanh thu		*-28,3%*	*57,0%*	*41,9%*	*-83,3%*	*416,6%*
GVHB trừ khấu hao		506	1.525	1.884	189	1.738
Biên lợi nhuận gộp		*76,0%*	*53,1%*	*59,2%*	*73,9%*	*56,3%*
Chi phí bán hàng và QLDN		367	432	594	99	512
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT		*17,6%*	*13,2%*	*12,8%*	*12,8%*	*12,8%*
EBITDA		**1.215**	**1.321**	**2.173**	**489**	**1.760**
Tỷ suất EBITDA		*58,2%*	*40,3%*	*46,7%*	*62,9%*	*43,9%*
Khấu hao		-5	14	13	14	15
Lợi nhuận từ HĐKD		**1.220**	**1.308**	**2.160**	**475**	**1.746**
Biên LN HĐKD		*58,4%*	*39,9%*	*46,4%*	*61,2%*	*43,5%*
Lãi trong công ty liên doanh, liên kết		0	0	0	260	397
Doanh thu tài chính (trừ lãi tiền gửi và lãi cho vay)		2	-	-	896	1.793
Chi phí tài chính (trừ lãi vay)		148	216	180	32	580
Chi phí lãi vay ròng		-48	-38	-40	10	29
Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng trung bình		*22,4%*	*23,4%*	*14,2%*	*13,0%*	*13,5%*
Lợi nhuận khác		-53	-79	18	421	0
Thuế		340	247	412	406	673
Thuế suất thực tế		*31,8%*	*23,5%*	*20,2%*	*20,2%*	*20,2%*
Lợi ích cổ đông thiểu số		14	(7)	581	63	1.226
LNST của cổ đông công ty mẹ		**716**	**810**	**1.045**	**1.540**	**1.429**
Biên lợi nhuận ròng		*34,3%*	*24,7%*	*22,5%*	*198,4%*	*35,6%*
Tiền mặt đạt được		725	817	1.640	1.617	2.669
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		799	1.011	1.122	1.245	1.245
EPS (VND)		**860**	**820**	**885**	**1.175**	**1.090**
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)		0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)		**646**	**678**	**805**	**1.175**	**1.090**
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh		*-35,8%*	*5,0%*	*18,7%*	*46,0%*	*-7,2%*

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2023	2024	2025	2026F	2027F
Thay đổi vốn lưu động	1.363	5.398	4.914	6.899	6.710
Capex	216	100	683	333	333
Các khoản mục dòng tiền khác	2.086	379	145	903	903
Dòng tiền tự do	**1.233**	**-4.302**	**-3.813**	**-4.776**	**-4.698**
Phát hành cp	135	3.184	144	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-1.368	1.118	3.668	4.776	4.698
Nợ ròng cuối năm	**2.608**	**3.726**	**7.394**	**12.170**	**16.867**
Vốn CSH	**15.523**	**19.453**	**21.164**	**22.704**	**24.133**
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.072	2.059	2.641	2.834	3.012
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.828	17.203	16.506	15.957	16.961
Nợ ròng / VCSH	*16,8%*	*19,2%*	*34,9%*	*53,6%*	*69,9%*
Nợ ròng / EBITDA (x)	*2,1*	*2,8*	*3,4*	*24,9*	*9,6*
Tổng tài sản	**26.481**	**30.758**	**34.074**	**40.453**	**47.804**

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2023	2024	2025	2026F	2027F
ROE	*5,7%*	*5,3%*	*5,8%*	*8,0%*	*7,0%*
ROA	*3,0%*	*2,8%*	*3,2%*	*4,1%*	*3,2%*
ROIC	*2,9%*	*2,7%*	*4,9%*	*4,3%*	*6,1%*
WACC	*12,9%*	*12,9%*	*12,1%*	*11,8%*	*11,6%*
EVA	*-10,0%*	*-10,2%*	*-7,2%*	*-7,4%*	*-5,5%*
P/E (x)	*24,1*	*22,9*	*19,3*	*13,2*	*14,3*
EV/EBITDA (x)	*18,1*	*17,5*	*12,3*	*64,5*	*20,6*
EV/FCF (x)	*17,8*	*-5,4*	*-7,0*	*-6,6*	*-7,7*
P/B (x)	*0,9*	*0,9*	*0,9*	*1,0*	*0,9*
P/S (x)	*9,3*	*5,9*	*4,2*	*24,9*	*4,8*
EV/Doanh thu (x)	*10,5*	*7,0*	*5,8*	*40,6*	*9,0*
Suất sinh lợi cổ tức	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

LIÊN HỆ

Trụ sở chính
Tầng 3, Tòa nhà Léman Luxury, 117 Nguyễn Đình Chiểu,
Phường Xuân Hoà, TP. HCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội
Số 10 Phan Chu Trinh, Phường Cửa Nam, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9396

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Email: research.gr@acbs.com.vn
trangdm@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 6879 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ

MUA: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.
KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.
TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.
KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.
BÁN: nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

KHUYẾN CÁO

Vui lòng nhấp vào đây để xem toàn văn Khuyến cáo, bao gồm: Xác nhận của chuyên viên phân tích, Công bố thông tin quan trọng, Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm.

Trường hợp liên kết phía trên không hoạt động, vui lòng truy cập trực tiếp tại:
https://acbs.com.vn/acbsmedia/2026/07/KhuyenCao_VI.pdf