

Báo cáo phân tích lần đầu

KDH · Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền

Sàn HOSE · Niêm yết 01/02/2010

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Khang Điền (KDH) là chủ đầu tư nhà ở với 25 năm hoạt động tập trung hoàn toàn tại TP.HCM, đã bàn giao hơn **20.000 căn kèm giấy chứng nhận** — thương hiệu "pháp lý sạch" hiếm có trong ngành. Tiềm năng của công ty tựa trên quỹ đất **~600 ha** tích lũy từ sớm tại nội đô, nguồn hàng sẵn sàng cho chu kỳ kinh doanh mới và các hướng mở rộng qua liên doanh quốc tế, khu công nghiệp, chỉnh trang đô thị. Đánh đổi là đòn bẩy tăng nhanh và dòng tiền kinh doanh còn âm trong pha đầu tư cao điểm. **TCBS Research** ghi nhận định giá KDH hiện ở **vùng thấp so với lịch sử** của chính doanh nghiệp, phần lớn rủi ro đã phản ánh vào giá; tiềm năng từ các dự án lớn sẽ dần được kiểm chứng qua tiến độ pháp lý và bàn giao.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 01

Năng lực pháp lý dẫn đầu ngành — tài sản thương hiệu khó sao chép
Hơn **20.000 căn** bàn giao kèm giấy chứng nhận trong 25 năm; Gladia cấp sổ hồng chỉ **~3 tháng** sau mở bán — nền tảng bán hàng nhanh với giá cao hơn mặt bằng khu vực.
- 02

Chu kỳ tăng trưởng mới 2026–2028 với nguồn hàng sẵn sàng
Nguồn hàng giai đoạn 2026–2028 đã sẵn sàng với các dự án gối đầu liên tục ở cả cao tầng và thấp tầng; công ty **tối ưu hóa dòng tiền bán hàng** — kỳ vọng vốn lưu động cải thiện trong thời gian tới.
- 03

Quỹ đất nội đô ~600 ha và mở rộng qua hình thức BT
Quỹ đất **~600 ha** nằm trọn trong nội đô TP.HCM; phương thức **BT** mở ra kênh tạo lập quỹ đất mới bằng quỹ đất đối ứng, củng cố tiềm năng phát triển trung–dài hạn.
- 04

Định giá vùng thấp so với lịch sử trong khi tồn kho sẵn sàng chuyển hóa
P/B **1,3 lần** (giá spot 28/07/2026) — thấp nhất trong 21 quý, chiết khấu **~38%** so với trung vị 21 quý (2,1 lần); tồn kho BĐS **29.126 tỷ đồng** là nguồn doanh thu cho các năm tới.

RỦI RO CHÍNH

- 01

Đòn bẩy tăng nhanh và dòng tiền kinh doanh âm kéo dài
Nợ vay 15.348 tỷ đồng cuối quý 1/2026 (D/E 0,71 lần so với 0,25 lần năm 2021); dòng tiền kinh doanh âm 5 năm liên tiếp; bảng giá đất mới còn đẩy chi phí GPMB Tân Tạo tăng — áp lực lớn nếu mở bán Gladia cao tầng, The Solina chậm kỳ vọng.
- 02

Tập trung 100% tại TP.HCM và pháp lý các dự án lớn chưa hoàn tất
Tân Tạo — Khu A (tổng mức đầu tư nâng lên 17.918 tỷ đồng) và Phong Phú 2 còn ở khâu giải phóng mặt bằng, thủ tục; tiền sử dụng đất có thể tăng mạnh theo bảng giá đất mới của TP.HCM.
- 03

Rủi ro chính sách và mặt bằng lãi suất cao
Chính sách đất đai trong giai đoạn chuyển tiếp có thể kéo dài tiến độ pháp lý, lùi lịch mở bán; lãi suất vay mua nhà **~8,5%** và khó giảm trong nửa cuối 2026 — sức chi trả suy yếu có thể hạ tỷ lệ hấp thụ tại Gladia cao tầng, The Solina.

THÔNG TIN GIAO DỊCH		CƠ CẤU SỞ HỮU		QUỸ ĐẤT	
Vốn hóa	23.567 tỷ đ	CTCP Đầu tư Tiên Lộc	11,23 %	Tổng quỹ đất (TP.HCM)	~600 ha
SLCP lưu hành	1.122,2 tr CP	CTCP DVTV Đầu tư Gam Ma	8,76 %	Dự án trọng điểm	7 dự án
KLGD bình quân 3T	~3,9 triệu CP	CTCP ĐTTM Á Âu	8,72 %	Kế hoạch 2026–2028	160 ha
P/E · P/B	19,6 / 1,3 lần	Vietnam Enterprise Ltd.	6,03 %	Tồn kho BĐS (Q1/26)	29.126 tỷ đ
		Cổ đông khác	65,26 %		

1. Hồ sơ doanh nghiệp

25 năm phát triển nhà ở TP.HCM · Hơn 20.000 căn bàn giao kèm giấy chứng nhận · Liên doanh Keppel · ~600 ha quỹ đất

1.1. Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (KDH) tiền thân là Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền, thành lập tháng **12/2001** với vốn điều lệ 10 tỷ đồng. Sau 25 năm, KDH trở thành một trong những chủ đầu tư nhà ở uy tín nhất TP.HCM với hơn **20.000 căn nhà** đã bàn giao kèm giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền với đất — chuẩn mực "pháp lý sạch" làm nên thương hiệu.

KDH cổ phần hóa năm 2007, niêm yết trên HOSE từ năm **2010**. Bước ngoặt lớn nhất là thương vụ M&A Công ty Đầu tư và Xây dựng Bình Chánh (BCCI) giai đoạn 2015–2017, mang về quỹ đất trên **450 ha** tại Bình Chánh, Bình Tân — nền tảng quỹ đất khu Tây Nam hiện nay.

Tại 31/03/2026 (BCTC hợp nhất quý 1/2026), KDH có **24 công ty con** (hợp nhất thêm CTCP Phát triển BĐS An Lập từ tháng 3/2026), vốn điều lệ **11.222 tỷ đồng**, tổng tài sản **39.862 tỷ đồng** và **254 nhân sự**. Toàn bộ dự án của công ty tập trung tại TP.HCM.

Thành lập	12/2001
Niêm yết	HOSE · 01/02/2010
Vốn điều lệ	11.222 tỷ đồng
Tổng tài sản (Q1/2026)	39.862 tỷ đồng
Nhân sự	254 người
Quỹ đất (TP.HCM)	~600 ha
Công ty con	23 đơn vị
Kiểm toán	PwC Việt Nam
Website	khangdien.com.vn
Đối tác chiến lược	Keppel (Singapore)

1.2. Lịch sử hình thành & phát triển

2001	Thành lập Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền.	2007	Chuyển thành công ty cổ phần (VĐL 332 tỷ đồng); VinaCapital, Prudential góp vốn trở thành cổ đông.
2010	Niêm yết HOSE: 43,9 triệu cổ phần, mã KDH; VĐL lên 439 tỷ đồng.	2014	Dragon Capital trở thành cổ đông lớn (VĐL 750 tỷ); triển khai nhà phố Mega Ruby, Mega Residence.
2015	Triển khai Lucasta, The Venica, Mega Village, Melosa Garden; VĐL lên 1.800 tỷ đồng.	2018	Triển khai khu căn hộ Jamila, Safira ; VĐL lên hơn 4.140 tỷ đồng.
2019–20	Triển khai Verosa Park và chung cư Lovera Vista (Bình Hưng).	2021	Mốc 20 năm: trên 20 dự án, hơn 20.000 sản phẩm; nhận Huân chương Lao động hạng Ba.
2022	Triển khai The Classia; Thương hiệu Quốc gia Việt Nam ; VĐL lên hơn 7.168 tỷ đồng.	2023	Triển khai chung cư The Privia (An Lạc); VĐL lên hơn 7.993 tỷ đồng.
2024	Bàn giao The Privia trước hạn; Thương hiệu Quốc gia lần 2; VĐL lên 10.111 tỷ đồng.	2025	Xây dựng, mở bán thành công thấp tầng Gladia by the Waters (hợp tác Keppel); VĐL 11.222 tỷ đồng.

1.3. Cơ cấu cổ đông



CTCP Đầu tư Tiên Lộc	11,23%	CTCP DVTV Đầu tư Gam Ma	8,76%
CTCP ĐTTM Á Âu	8,72%	Vietnam Enterprise Ltd. (NN)	6,03%
Nội bộ (HĐQT + BĐH)	4,79%		
Cổ đông khác	60,47%		

Nguồn: Nguồn: TCBS · VSDC · Dữ liệu công bố tính đến tháng 6/2026

TỶ LỆ NỘI ĐỊA / NƯỚC NGOÀI

Nội địa 75,1%		Ngoại 24,9%	
CĐ NỘI ĐỊA	75,1%	CĐ NƯỚC NGOÀI	24,9%
CĐ NỘI BỘ (HĐQT+BĐH)	~4,8%	CĐ LỚN (SỞ HỮU ≥5%)	34,7%

- Ba tổ chức trong nước **Tiên Lộc – Gam Ma – Á Âu** nắm tổng cộng **28,7%** – cơ cấu cô đặc nhưng không có cổ đông chi phối tuyệt đối
- Vietnam Enterprise Limited** (6,03%) thuộc nhóm quỹ do **VinaCapital** quản lý – nhóm nắm gần 8% cuối 2025, còn ~7,0% (5/2026), đang bán ra và đã rút đại diện khỏi HĐQT, BKS từ 4/2026; Dragon Capital cũng nắm gần 8% (BCTN 2025)
- Nội bộ nắm ~**4,8%**, lớn nhất là Chủ tịch HĐQT Mai Trần Thanh Trang (2,80%) – gắn bó với công ty từ 2005

1.4. Ban lãnh đạo & quản trị công ty

HỌ TÊN	CHỨC VỤ	KINH NGHIỆM & GHI CHÚ
Mai Trần Thanh Trang	Chủ tịch HĐQT	Sinh 1976 · Cử nhân Luật, Kỹ sư Quản lý đất đai · Từng là Trợ lý Chủ tịch HĐQT, Phó TGĐ kiêm TV HĐQT; Chủ tịch HĐQT từ 2017 · Trọng tâm pháp lý & quản trị doanh nghiệp
Lý Điền Sơn	Phó Chủ tịch HĐQT	Sinh 1966 · Cử nhân Đại học Văn hóa · Nhà sáng lập thương hiệu Khang Điền; nguyên Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ, điều hành từ ngày đầu thành lập
Vương Văn Minh	TV HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Sinh 1985 · Cử nhân Kế toán – Kiểm toán, ACCA & CPA Việt Nam · Hơn 19 năm tài chính – kế toán · Gia nhập KDH 2018; TGĐ từ 03/2021
Lê Hoàng Khởi	TV HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc	Sinh 1988 · Kỹ sư xây dựng · Phó TGĐ từ 02/2021 · Bầu bổ sung vào HĐQT ngày 22/04/2026
Nguyễn Thị Cẩm Vân	TV HĐQT độc lập	Sinh 1960 · Thạc sĩ Địa chính · Chuyên sâu đất đai & pháp lý; củng cố quản trị minh bạch, tuân thủ pháp luật
Nguyễn Thùy Dương	Phó TGĐ Đầu tư – Kinh doanh	Sinh 1986 · Cử nhân Kinh tế đối ngoại, Thạc sĩ QTKD · Hơn 17 năm kinh nghiệm tài chính – BDS (PwC, CapitaLand) · Gia nhập KDH 2021; Phó TGĐ Đầu tư – Kinh doanh từ 11/2022

Nguồn: BCTN 2025 · NQ ĐHĐCĐ 22/04/2026 (bà Nguyễn Thị Diệu Phương – đại diện VinaCapital – miễn nhiệm cùng ngày).

1.5. Mô hình kinh doanh

KDH hoạt động trong **sáu nhóm ngành nghề chính**: (1) kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất; (2) xây dựng nhà các loại; (3) tư vấn quản lý; (4) tư vấn, môi giới, đấu giá BĐS và quyền sử dụng đất; (5) giáo dục mầm non, tiểu học; (6) kiến trúc & tư vấn kỹ thuật.

Trong các ngành nghề đăng ký, **phát triển và kinh doanh nhà ở là hoạt động cốt lõi**. KDH vận hành **chuỗi giá trị khép kín tại một thị trường duy nhất – TP.HCM**; chiến lược "chậm mà chắc" đánh đổi tốc độ quay vòng lấy **uy tín pháp lý** – yếu tố ngày càng quyết định sức mua trong chu kỳ hiện nay.

01 · Tạo lập quỹ đất qua M&A

Tích lũy quỹ đất bằng cách mua công ty dự án thay vì cạnh tranh đấu giá: BCCI (2015–2017) mang về trên 450 ha quỹ đất nội đô; gần nhất là CTCP BĐS An Lập (3/2026, ~2.553 tỷ đồng, 8,2 ha tại Bình Trưng).

02 · Hoàn thiện pháp lý trước khi kinh doanh

Nguyên tắc "pháp lý trước, doanh thu sau": dự án chỉ mở bán khi đủ điều kiện bán hàng; nghĩa vụ tài chính đất được nộp sớm (The Solina đã hoàn thành tiền sử dụng đất 13/16,4 ha trước khi xây dựng hạ tầng).

03 · Xây dựng hoàn thiện trước khi mở bán

Khác thông lệ bán nhà hình thành trong tương lai, KDH xây hoàn thiện nhà và tiện ích rồi mới mở bán – Gladia by the Waters hoàn thiện toàn bộ 226 căn thấp tầng cùng công viên, cảnh quan trước sự kiện mở bán quý 4/2025 – người mua nhận nhà ngay.

04 · Bàn giao nhanh kèm giấy chứng nhận

Bàn giao và cấp giấy chứng nhận sớm cho khách hàng: Gladia cấp sổ hồng chỉ ~3 tháng sau mở bán (01/2026); The Privia hoàn tất giấy chứng nhận cho cư dân trong năm 2025 – vòng quay niềm tin chuyển hóa thành sức mua cho dự án kế tiếp.

05 · BĐS khu công nghiệp & hợp tác quốc tế

KCN Lê Minh Xuân hiện hữu (116 ha) lấp đầy 100% với hơn 200 doanh nghiệp thuê – nguồn thu định kỳ; đang mở rộng 109,9 ha. Liên doanh với Keppel (Singapore) tại Bình Trưng chia sẻ vốn đầu tư và nâng chuẩn phát triển đô thị theo thông lệ quốc tế.

1.6. Định vị giá trị

Lịch sử bàn giao được chứng minh qua nhiều chu kỳ

Danh mục đã hoàn thành phủ đủ phân khúc: thấp tầng Mega Village (323 căn), Melosa Garden (567 căn), Lucasta, Verosa Park (296 căn), The Classia (176 căn); căn hộ Jamila (867 căn), Safira (1.570 căn), Lovera Vista (1.310 căn), The Privia (1.043 căn). Toàn bộ đều đã bàn giao giấy chứng nhận cho khách hàng – cơ sở để sản phẩm KDH giữ giá tốt trên thị trường thứ cấp.

Thương hiệu "pháp lý sạch" trong thị trường khan hiếm niềm tin

KDH đạt Thương hiệu Quốc gia, nhiều giải thưởng PropertyGuru Vietnam Property Awards; Gladia by the Waters là dự án đầu tiên tại Việt Nam đạt chứng nhận đô thị xanh BCA Green Mark for Districts (Singapore). Tập khách hàng chủ yếu mua để ở giúp doanh số ít nhạy cảm với chu kỳ đầu cơ.

Quỹ đất quy mô lớn tại đô thị khan hiếm nguồn cung nhất cả nước

Quỹ đất ~600 ha tập trung tại TP.HCM – nơi nguồn cung mới nhiều năm ở đáy; pháp lý Tân Tạo (~330 ha) và Phong Phú 2 được khơi thông sẽ mở đường ghi nhận lợi nhuận từ hai quỹ đất lớn nhất danh mục.

2. Tổng quan ngành Bất động sản

Nền kinh tế tăng tốc · Tín dụng BĐS phục hồi mạnh · Cải cách pháp lý tạo nền tảng chu kỳ mới

GDP 2025	QUY MÔ GDP	BĐS TRỰC TIẾP / GDP	TÍN DỤNG BĐS
8,02%	514 tỷ USD	~3,5%	4,74 triệu tỷ đ
Cao nhất kể từ 2022	+38 tỷ so với 2024	Gián tiếp ~12–15% (chuyên gia)	25% tổng dư nợ tín dụng

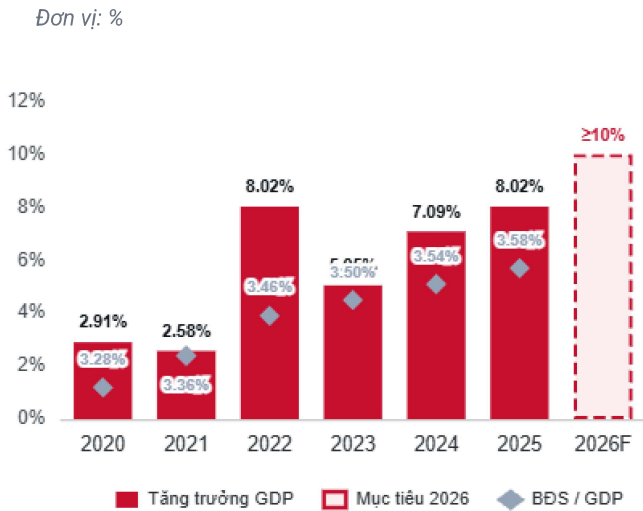
2.1. Vĩ mô Việt Nam – Tăng trưởng GDP & Lạm phát CPI

Năm 2025, GDP Việt Nam tăng 8,02% – cao nhất kể từ 2022 – đạt quy mô 514 tỷ USD (12.848 nghìn tỷ đồng). Dịch vụ chiếm 42,75% GDP; công nghiệp & xây dựng chiếm 37,65%. Đây là nền tảng vĩ mô thuận lợi, củng cố niềm tin người mua nhà và kích thích nhu cầu BĐS thực. Ngành BĐS đóng góp trực tiếp ~3,58% GDP năm 2025 (từ ~3,3% giai đoạn 2019–2024); tính lan tỏa qua 40+ ngành liên quan, tổng đóng góp gián tiếp ước đạt 12–15% GDP – tạo áp lực chính sách buộc Nhà nước duy trì thị trường ổn định.

Bước sang năm 2026, Quốc hội đặt mục tiêu tăng trưởng GDP từ 10% trở lên (Nghị quyết về kế hoạch phát triển KT-XH 2026, thông qua 13/11/2025), GDP bình quân đầu người 5.400–5.500 USD – năm mở đầu giai đoạn tăng trưởng hai chữ số 2026–2030. Nửa đầu năm, GDP thực tế tăng 8,18% (quý 2: 8,39%) – cao hơn mức 7,63% cùng kỳ 2025 nhưng còn cách xa quỹ đạo mục tiêu: theo tính toán của Cục Thống kê, 6 tháng cuối năm nền kinh tế phải tăng khoảng 11,7% (quý 3 ~11,2%, quý 4 ~12,1%) mới đạt 10% cả năm; Chính phủ đặt kịch bản điều hành cao hơn, ở mức 11,9% cho nửa cuối năm. Bốn trụ cột được xác định để tăng tốc: (1) đầu tư công đột phá – giải ngân 95%+ kế hoạch, hoàn thành cao tốc Bắc–Nam phía Đông và các tuyến vành đai; (2) FDI chất lượng cao vào bán dẫn, điện tử và trung tâm R&D; (3) phục hồi tiêu dùng nội địa từ hiệu ứng tăng lương khu vực công; (4) khoa học công nghệ, chuyển đổi số và kinh tế tư nhân (Nghị quyết 57, 68). Với thị trường BĐS, đầu tư công hạ tầng và thu nhập hộ gia đình cải thiện là nền tảng trực tiếp củng cố nhu cầu nhà ở thực tại các đô thị lớn – địa bàn cốt lõi của các chủ đầu tư nhà ở như KDH.

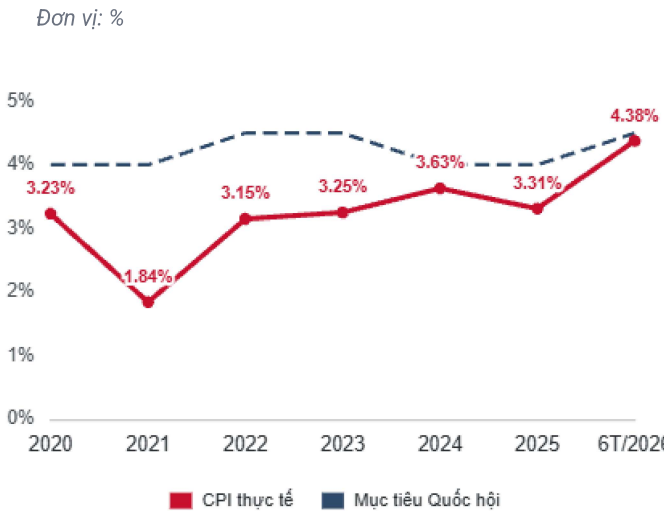
Lạm phát trong tầm kiểm soát suốt giai đoạn 2020–2025, CPI bình quân dao động 1,84–3,63% – luôn dưới mục tiêu Quốc hội (4–4,5%); năm 2025 đạt 3,31%, thuộc nhóm thấp trong ASEAN. Tuy nhiên, áp lực giá tăng rõ trong 2026: CPI bình quân 6 tháng đầu năm tăng 4,38% (lạm phát cơ bản 4,12%) – tiệm cận trần mục tiêu ~4,5% – chủ yếu do giá xăng dầu, vật liệu xây dựng và nhóm nhà ở. Lạm phát sát trần thu hẹp dư địa nới lỏng tiền tệ – cần theo dõi với lãi suất vay mua nhà và tín dụng BĐS.

Tăng trưởng GDP Việt Nam theo năm



Nguồn: Cục Thống kê. Cột viền đứt 2026F: mục tiêu ≥10% (NQ Quốc hội)

Lạm phát bình quân năm

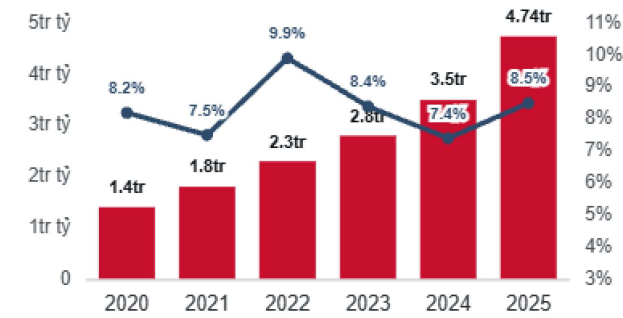


Nguồn: Cục Thống kê. 6T/2026: bình quân 6 tháng; mục tiêu ~4,5%

2.2. Dư nợ tín dụng ngành Bất động sản

Dư nợ tín dụng BĐS

Đơn vị: nghìn tỷ đồng (trái) · % (phải)



Dư nợ tín dụng BĐS (red bars), LS cho vay BĐS 4 NHTM quốc doanh (Q4) (blue line)

Nguồn: NHNN · Bộ Xây dựng · Bộ phận Phân tích TCBS tổng hợp

Tín dụng tăng nhanh hơn huy động

Tăng trưởng tín dụng 2025 (~22%) vượt tốc độ tăng huy động, thu hẹp thanh khoản hệ thống. Lãi suất đầu vào tăng, kéo theo lãi suất cho vay BĐS đi lên.

Áp lực lạm phát tiềm ẩn

Giá nguyên vật liệu, điện và dịch vụ y tế–giáo dục tiếp tục tăng 2026. CPI có nguy cơ vượt 4%, buộc NHNN thận trọng với chính sách nới lỏng.

Rút vốn thị trường mới nổi & FED

Căng thẳng địa chính trị và rủi ro Fed tăng lãi suất thúc đẩy dòng vốn rút khỏi thị trường mới nổi. Áp lực tỷ giá USD/VND buộc NHNN giữ lãi suất cao.

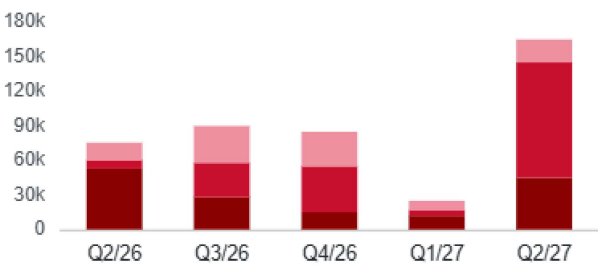
Tác động đến KDH

Lãi suất neo cao ~8,5–9% hạn chế sức mua phân khúc trung bình. Lợi thế KDH: khách hàng chủ yếu có nhu cầu ở thực – ít ảnh hưởng bởi biến động lãi suất hơn tệp khách đầu tư.

2.3. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngành Bất động sản

Giá trị TPDN đáo hạn theo quý

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Bất động sản (dark red), Ngân hàng (red), Khác (pink)

Nguồn: Bộ phận Phân tích TCBS tổng hợp

Siết phát hành riêng lẻ

Doanh nghiệp phát hành phải có D/E ≤ 3x, tài sản đảm bảo ≥ 100% giá trị phát hành và xếp hạng tín nhiệm tối thiểu BB. Lô không đạt chuẩn sẽ bị từ chối.

Xếp hạng tín nhiệm bắt buộc

Hiện áp dụng cho lô phát hành > 2.000 tỷ đồng. Lộ trình 2026–2027 mở rộng yêu cầu xuống các lô nhỏ hơn, tăng minh bạch toàn thị trường.

Minh bạch sử dụng vốn

Báo cáo dòng tiền và giải ngân theo thời gian thực, kiểm toán độc lập định kỳ, công bố tiến độ dự án bắt buộc.

Tác động đến chủ đầu tư

KDH đã hết dư nợ trái phiếu từ giữa 2025 nên tránh áp lực tái cấp vốn khi lãi suất sơ cấp BĐS lên ~10,3%; D/E 0,71x (quý 1/2026) vẫn thấp xa ngưỡng 3x. CĐT vừa/nhỏ chịu chi phí tuân thủ và rủi ro thanh khoản tăng.

Cuối 2025, dư nợ tín dụng BĐS đạt **4,74 triệu tỷ đồng** (**25%** tổng tín dụng nền kinh tế); cho vay mua nhà để ở chiếm tỷ trọng lớn hơn cho vay phát triển dự án – phản ánh nhu cầu nhà ở thực là động lực dẫn dắt.

Lãi suất cho vay BĐS của nhóm 4 ngân hàng quốc doanh từ đỉnh **9,9%** (Q4/2022) về **7,4%** (Q4/2024), nhích lên **8,5%** (Q4/2025). **TCBS Research** đánh giá lãi suất khó giảm mạnh và **có xu hướng tăng nhẹ** trong H2/2026 do tăng trưởng tín dụng vượt huy động, áp lực lạm phát và dòng vốn rút khỏi thị trường mới nổi.

Theo cập nhật TPDN quý 2/2026 của **TCBS Research**, **bất động sản dẫn đầu 48,9%** giá trị phát hành 6 tháng (từ 23,9% cả năm 2025) – nhu cầu tái cơ cấu nợ và tài trợ dự án tăng. Lãi suất sơ cấp bất động sản bình quân **~10,3%/năm**, cao nhất các ngành; kỳ hạn ngắn ~3,6 năm.

Áp lực đáo hạn trái phiếu bất động sản quay lại từ nửa cuối 2026, cao điểm quý 2/2027; rủi ro tập trung ở chủ đầu tư vừa/nhỏ thiếu doanh số bù dòng tiền khi chi phí vốn tăng.

2.4. Thay đổi trong quy định pháp luật gần nhất

Ba bộ luật nền tảng — **Luật Đất đai 2024**, **Luật Nhà ở 2023** và **Luật Kinh doanh BĐS 2023** — đồng loạt hiệu lực từ **01/08/2024** (sớm 5 tháng so với kế hoạch), thiết lập mặt bằng pháp lý chặt chẽ, minh bạch hơn. Tiếp đó, giai đoạn 2024–2026 chứng kiến chuỗi văn bản "tháo gỡ" — các nghị quyết đặc thù của Quốc hội, Nghị quyết 79-NQ/TW của Bộ Chính trị và Nghị định 357/2025/NĐ-CP — chuyển trọng tâm chính sách từ siết kỷ luật sang khơi thông nguồn lực đất đai.

Chủ thể	Quy định / Thay đổi chính	Tác động tích cực	Rủi ro / Thách thức
Chủ đầu tư (KDH, VHM, NLG...)	- Bãi bỏ khung giá đất, áp dụng bảng giá đất hàng năm theo giá thị trường (UBND tỉnh ban hành) - Quy định rõ điều kiện mở bán (bảo lãnh NH, hoàn thành hạ tầng) - Chỉ được thu đặt cọc tối đa 5% trước khi đủ điều kiện mở bán	- Thủ tục đầu tư minh bạch hơn, rút ngắn thời gian cấp phép - Tăng niềm tin nhà đầu tư nước ngoài vào pháp lý dự án	- Chi phí tiền sử dụng đất tăng theo giá thị trường - Dòng tiền căng do hạn chế thu trước khi đủ điều kiện
Người mua nhà (end-user)	- Bắt buộc bảo lãnh ngân hàng cho nhà ở hình thành trong tương lai - Hợp đồng mua bán phải công chứng, minh bạch thông tin dự án - Rõ ràng quyền sở hữu chung cư theo thời hạn	- Được bảo vệ trước rủi ro chậm bàn giao qua bảo lãnh NH - Minh bạch thông tin, giảm tranh chấp hợp đồng	- Phí bảo lãnh có thể được chuyển vào giá bán - Tiến độ mở bán chậm hơn do điều kiện pháp lý chặt
Môi giới BĐS	- Bắt buộc chứng chỉ hành nghề (Bộ Xây dựng cấp); cấm hành nghề không chứng chỉ - Sàn giao dịch phải đăng ký hoạt động, công khai thông tin dự án, giá bán	- Chuyên nghiệp hóa lực lượng, loại bỏ "cò đất" thiếu năng lực - Tăng uy tín kênh giao dịch chính thức	- Lực lượng môi giới tự do thu hẹp nhanh, thiếu nhân lực ngăn hạn - Chi phí tuân thủ, đào tạo tăng

2.4. Thay đổi trong quy định pháp luật gần nhất (tiếp theo)

■ Chuỗi văn bản tháo gỡ vướng mắc đất đai 2024–2026 — nội dung chính & tác động

Văn bản	Nội dung chính	Tác động theo chủ thể
NQ 170/2024/QH15 (hiệu lực 01/04/2025) & NQ 29/2026/QH16 (24/04/2026)	Cơ chế đặc thù xử lý dự án, đất đai vướng kết luận thanh tra, bản án — thí điểm tại TP.HCM, Đà Nẵng, Khánh Hòa; xử lý vi phạm đất đai phát sinh trước 01/08/2024, tháo gỡ dự án tồn đọng kéo dài.	CĐT: khởi thông dự án đình trệ — TP.HCM là địa bàn thí điểm, trùng 100% danh mục KDH. Người mua: dự án cũ tái khởi động, được cấp GCN.
NQ 171/2024/QH15 (01/04/2025 · thí điểm 5 năm)	Thí điểm làm nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất hoặc đất đang có — kể cả đất không phải đất ở — phù hợp quy hoạch được duyệt.	CĐT: mở lại kênh tạo lập quỹ đất qua thỏa thuận/M&A — mô hình sở trường của KDH. Môi giới: nguồn hàng mới dài hạn.
Luật PPP sửa đổi (hiệu lực 01/03/2025)	Cho phép triển khai trở lại hợp đồng BT (Xây dựng – Chuyển giao) sau giai đoạn tạm dừng theo Luật PPP 2020, với điều kiện và cơ chế thanh toán chặt chẽ hơn — ưu tiên thanh toán bằng quỹ đất thay vì ngân sách nhà nước trực tiếp; văn bản hướng dẫn thi hành đang được hoàn thiện.	CĐT: mở lại kênh BT "đổi hạ tầng lấy quỹ đất đối ứng" — cơ sở pháp lý trực tiếp để KDH tham gia dự án Mả Lạng & Chợ Gà – Chợ Gạo.
NQ 254/2025/QH15 (11/12/2025 · hiệu lực 01/01/2026)	Tháo gỡ thi hành Luật Đất đai 2024: được thu hồi phần diện tích còn lại khi đã thỏa thuận bồi thường đạt ≥75% ; chốt thời điểm tính giá đất đối ứng dự án BT tại thời điểm giao đất; cho thu hồi đất trước khi duyệt phương án bồi thường.	CĐT: gỡ nút GPMB dự án dở dang (KDH: Tân Tạo ~85%, Phong Phú 2 còn phần lớn diện tích chưa xong); rõ cơ chế giá đất BT — liên quan trực tiếp dự án Mả Lạng. Người mua: tiến độ dự án nhanh hơn.
NQ 79-NQ/TW (Bộ Chính trị · 06/01/2026)	Yêu cầu hoàn thành sửa đổi Luật Đất đai và văn bản hướng dẫn ngay trong 2026; số hóa toàn bộ dữ liệu đất đai cuối 2026; bình đẳng tiếp cận đất đai, ưu tiên quỹ đất phát triển đô thị và NOXH.	Tổng thể: mở chu kỳ sửa luật 2026 — biến số lớn nhất với tiền sử dụng đất; ưu tiên NOXH thuận chiều dự án BT Mả Lạng (~2.160 căn NOXH).
NĐ 357/2025/NĐ-CP (31/12/2025 · hiệu lực 01/03/2026)	Xây dựng hệ thống thông tin, CSDL về nhà ở và thị trường BĐS thống nhất từ trung ương đến địa phương; cấp mã định danh điện tử cho từng sản phẩm BĐS và chủ thể tham gia giao dịch.	Người mua: tra cứu pháp lý, mặt bằng giá minh bạch. Môi giới: giao dịch định danh, quản lý chặt. CĐT: chuẩn hóa công bố thông tin — lợi thế cho thương hiệu pháp lý sạch.

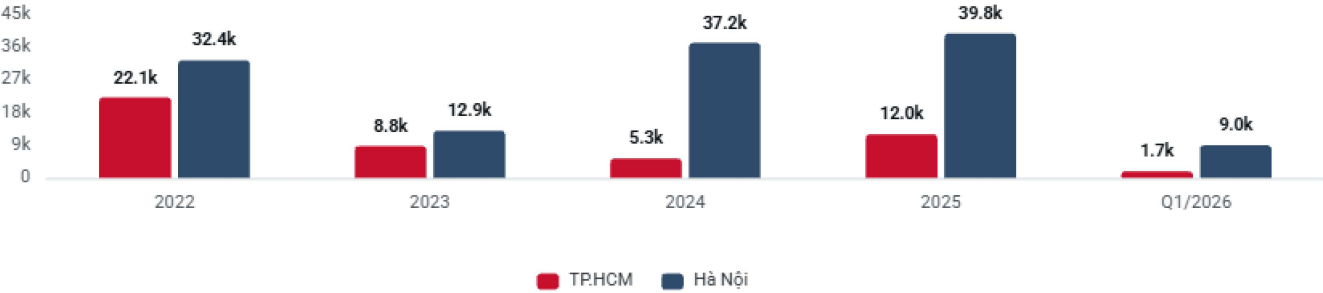
Đánh giá tổng thể: chính sách đất đai đi qua hai pha rõ rệt — bộ ba luật 2024 **siết kỷ luật thị trường**, chuỗi nghị quyết 2025–2026 **tháo gỡ, khởi thông điểm nghẽn thực thi**. Tổ hợp này nâng rào cản gia nhập nhưng mở van pháp lý cho nguồn cung, đặc biệt tại TP.HCM — địa bàn áp cơ chế đặc thù. Lợi thế nghiêng về chủ đầu tư có quỹ đất sạch, tài chính vững và uy tín pháp lý như KDH; biến số lớn nhất cần theo dõi là lần sửa Luật Đất đai 2026 và bảng giá đất mới — quyết định chi phí tiền sử dụng đất của Tân Tạo, Phong Phú 2.

2.5. Phân tích nguồn cung thị trường bất động sản

Nguồn cung BĐS tại Hà Nội và TP.HCM giảm sâu giai đoạn **2022–2024** rồi hồi phục từ 2025. TP.HCM chịu áp lực **khan hiếm quỹ đất** và chi phí phát triển leo thang, trong khi Hà Nội bứt phá nhờ Luật Đất đai 2024 tháo gỡ pháp lý cho các dự án ngoại thành.

■ Tổng nguồn cung căn hộ và nhà phố tại Hà Nội và TP.HCM

Đơn vị: căn · 2022–Q1/2026



Nguồn: TCBS tổng hợp từ dữ liệu thị trường, 2022–Q1/2026

TP. Hồ Chí Minh – Nguồn cung thu hẹp, áp lực cầu cao

Nguồn cung mới tại TP.HCM giảm từ **~22.100 căn** năm 2022 xuống chỉ còn **~5.300 căn** năm 2024 – mức thấp nhất trong một thập kỷ. Sự khan hiếm quỹ đất nội thành, thủ tục pháp lý kéo dài và chi phí đền bù leo thang là nguyên nhân chính. Năm 2025 ghi nhận phục hồi nhẹ lên **~12.000 căn**, chủ yếu từ các dự án khu Đông và khu Nam. Tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức cao (~80–90%), phản ánh nhu cầu thực tế vượt cung.

Hà Nội – Bứt phá nguồn cung, dẫn dắt thị trường phía Bắc

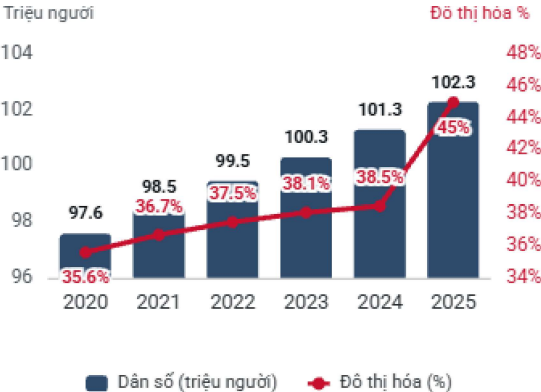
Ngược chiều với TP.HCM, Hà Nội chứng kiến nguồn cung bùng nổ từ **~12.900 căn** (2023) lên **~37.200 căn** (2024) và tiếp tục ở mức **~39.800 căn** (2025). Làn sóng mở bán tập trung tại Đông Anh, Gia Lâm, Hoài Đức với sự dẫn dắt của các đại đô thị như Vinhomes, Ecopark. Luật Đất đai 2024 tạo điều kiện để nhiều dự án vùng ven ra hàng nhanh hơn, song áp lực cạnh tranh giữa các chủ đầu tư cũng gia tăng.

2.6. Phân tích nhu cầu bất động sản

Nhu cầu nhà ở tại Việt Nam được củng cố bởi ba trụ cột dài hạn: **dân số trẻ tiếp tục tăng, đô thị hóa chưa đạt đỉnh** so với khu vực, và **thu nhập hộ gia đình cải thiện nhanh** – tạo ra lực cầu thực bền vững, đặc biệt ở phân khúc vừa túi tiền tại các đô thị vệ tinh miền Nam.

■ Dân số & Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam

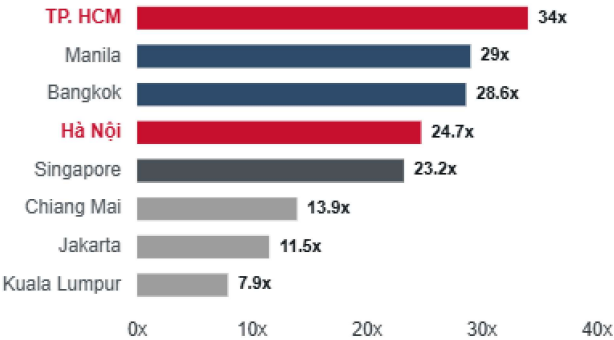
Triệu người · Tỷ lệ đô thị hóa (%) · 2020–2025



Nguồn: World Bank · GSO · Bộ phận Phân tích TCBS

■ Chỉ số Giá BĐS / Thu nhập (PTI)

Đơn vị: Số lần thu nhập bình quân cần để mua 1 căn nhà

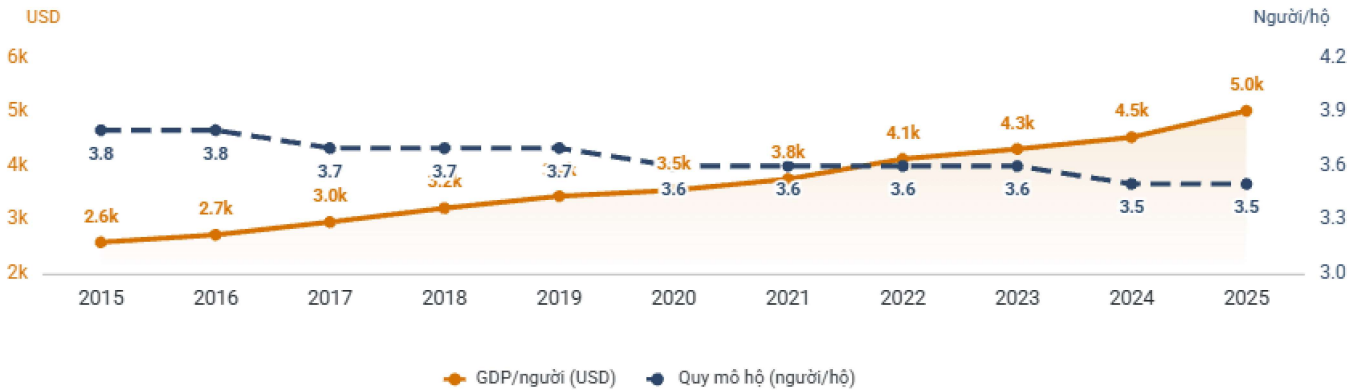


Nguồn: Numbeo Property Prices Index 2025 (cập nhật T4/2026) · TCBS tổng hợp

2.6. Phân tích nhu cầu bất động sản (tiếp theo)

■ GDP đầu người & Quy mô hộ gia đình

USD · Người/hộ · 2015–2025



Nguồn: World Bank · IMF · GSO · Bộ phận Phân tích TCBS

Đô thị hóa — Động lực cầu dài hạn chưa đạt đỉnh

Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam tăng từ **32,4%** (2015) lên **45,0%** (2025), song vẫn thấp hơn đáng kể so với Thái Lan (~57%) hay Trung Quốc (~67%). Mỗi điểm phần trăm đô thị hóa tương đương ~1 triệu người di chuyển về các thành phố — tạo ra nhu cầu nhà ở bổ sung liên tục. Với dân số đạt **102,3 triệu người** năm 2025 và mục tiêu đô thị hóa 50% vào 2030 theo Nghị quyết 06/NQ-TW, thị trường BĐS đô thị còn dư địa tăng trưởng lớn trong trung và dài hạn.

Thu nhập & Hạt nhân hóa gia đình — Kép cầu nhà ở

GDP bình quân đầu người tăng gần gấp đôi trong một thập kỷ — từ **2.582 USD** (2015) lên **5.026 USD** (2025) — cho phép người dân tiếp cận phân khúc nhà ở trung cấp và cao hơn. Đồng thời, quy mô hộ gia đình trung bình giảm từ **3,8** xuống **3,5 người/hộ**: xu hướng hạt nhân hóa (tách hộ) khiến số hộ gia đình tăng nhanh hơn tốc độ tăng dân số, tạo nhu cầu nhà ở thực tăng thêm khoảng 300.000–400.000 căn/năm theo ước tính của các tổ chức nghiên cứu thị trường.

Giá nhà so với thu nhập — Áp lực lớn, cơ hội cho phân khúc vừa túi tiền

Theo dữ liệu Numbeo Property Prices Index 2025 (cập nhật T4/2026), TP.HCM dẫn đầu ASEAN với PTI **34,0 lần** (#1 khu vực) — vượt Manila (29,0 lần) và Kuala Lumpur. Hà Nội đạt PTI **24,7 lần**, xếp thứ 5 ASEAN. Người lao động tại TP.HCM cần tích lũy toàn bộ thu nhập bình quân trong **34 năm** mới đủ mua một căn nhà — phản ánh sự thiếu hụt trầm trọng nguồn cung nhà ở vừa túi tiền so với nhu cầu thực tế — bối cảnh giữ nhu cầu ở thực tại TP.HCM, địa bàn cốt lõi của KDH, luôn ở mức cao.

3. Quỹ đất và Danh mục Dự án

Khoảng 600 ha quỹ đất tập trung 100% tại TP.HCM – khu Đông (Thủ Đức) và Tây Nam (Bình Chánh, Bình Tân) – nền tảng nguồn doanh thu 2026–2030F

TỔNG QUỸ ĐẤT ~600 ha 100% tại TP.HCM	DỰ ÁN TRỌNG ĐIỂM 7 Nhà ở · KCN · Chính trang đô thị	KẾ HOẠCH 2026–2028 160 ha ~6.000 căn hộ · ~1.000 thấp tầng	TỒN KHO BĐS (Q1/26) 29.126 tỷ đ Nguồn doanh thu tương lai
--	---	--	---

3.1. Tổng quan Quỹ đất

Quỹ đất khoảng 600 ha của KDH nằm trọn trong TP.HCM và chia thành hai cực: **khu Đông** (Bình Trưng Đông – Cát Lái, TP. Thủ Đức) với chuỗi Gladia by the Waters, Khu nhà ở Bình Trưng và quỹ đất An Lập vừa M&A (8,2 ha đất ở liền kề, nhận chuyển nhượng 99% vốn tháng 3/2026, ~2.553 tỷ đồng); và **khu Tây Nam** (Bình Chánh, Bình Tân) với The Solina, KCN Lê Minh Xuân mở rộng cùng hai dự án quy mô lớn dài hạn Tân Tạo – Khu A (~330 ha) và Phong Phú 2. Phần lớn quỹ đất tích lũy qua M&A BCCI từ 2015–2017 với chi phí thuê đất hợp lý – song nhiều khu (Tân Tạo, Phong Phú 2) còn phải hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất, nên giá vốn cuối cùng phụ thuộc tiền sử dụng đất theo bảng giá đất mới. Năm 2026, KDH mở thêm hướng đi mới với dự án chỉnh trang đô thị khu Mả Lạng và Chợ Gà – Chợ Gạo tại trung tâm thành phố theo phương thức đối tác công tư.

Dự án	Vị trí(**)	DT (ha)	%SH	Loại sản phẩm	Số lượng SP (căn)	Pháp lý					Mở bán	Bàn giao
						QH(*)	ĐT(*)	Đất	XD(*)	BH(*)		
Gladia by the Waters	Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức	11,8	51%	Biệt thự, nhà phố, căn hộ	865	✓	✓	✓	⚠	⚠	Q4/2025	2025–2027F
Khu nhà ở Bình Trưng	Bình Trưng Đông – Cát Lái, TP. Thủ Đức	18,2	100%	Nhà phố, biệt thự, căn hộ	~3.200	⚠	✓	⚠	–	–	2027F	–
The Solina (Khu 11A)	Bình Hưng, Bình Chánh	16,4	100%	Nhà phố, biệt thự, căn hộ	~1.500	✓	✓	⚠	⚠	–	Cuối 2026F	2027F–
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	Bình Lợi – Tân Nhựt, Bình Chánh	109,9	100%	Đất công nghiệp cho thuê	~60 ha	✓	✓	⚠	⚠	–	2026–27F	–
KTT dân cư Tân Tạo – Khu A	Tân Tạo, Bình Tân	329	100%	Khu đô thị phức hợp	Chưa công bố	✓	✓	⚠	–	–	Sau 2027	–
Cụm dự án Phong Phú 2	Phong Phú, Bình Chánh	~132	100%	Nhà thấp tầng, căn hộ	~3.383	⚠	✓	⚠	–	–	Sau 2027	–

Chú thích Pháp lý: ✓ Đã hoàn thành ⚠ Đang tiến hành – Chưa thực hiện

(*) QH = Quy hoạch · ĐT = Đầu tư · Đất = Sử dụng đất · XD = Xây dựng · BH = Bán hàng.

Bảng liệt kê 6 dự án thuộc quỹ đất sở hữu của KDH; dự án chỉnh trang đô thị Mả Lạng & Chợ Gà – Chợ Gạo (hợp đồng BT, không thuộc quỹ đất) được trình bày riêng tại mục 3.2 – tổng cộng 7 dự án trọng điểm.

(**) Địa danh hành chính trong toàn báo cáo ghi theo tên gọi trước thời điểm sáp nhập đơn vị hành chính 01/07/2025.

3.2. Các dự án trọng điểm ^(1/7)

Gladia by the Waters Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức · 11,8 ha · Liên doanh Keppel · Biệt thự, nhà phố & căn hộ

DIỆN TÍCH	TỔNG SẢN PHẨM	KDH SỞ HỮU	BÀN GIAO CAO TẦNG
11,8 ha Emeria & Clarita	865 226 thấp tầng · 616 căn hộ · 23 TMDV	~51% Đoàn Nguyên 50,85% · Bình Trưng Mới 50,95%	Q4/2027F Kinh doanh từ Q3/2026F

Tiến độ phát triển

Khu thấp tầng 226 căn đã **xây dựng hoàn thiện trước khi mở bán** ngày 05/10/2025; đang bàn giao nhà và cấp giấy chứng nhận từ 25/01/2026 — chỉ ~3 tháng sau mở bán. Phân khu cao tầng 3 tháp 15 tầng (616 căn hộ + 23 TMDV) **động thổ tháng 1/2026**, dự kiến kinh doanh từ quý 3/2026 và bàn giao từ quý 4/2027.

Pháp lý

Pháp lý gốc gồm hai dự án Bình Trưng Đông 1 (Clarita, 5,8 ha) và Bình Trưng Đông 2 (Emeria, 6,0 ha), triển khai qua hai công ty dự án hợp nhất vào KDH: Đoàn Nguyên (sở hữu 50,85%) và Bình Trưng Mới (50,95%) — theo BCTC kiểm toán 2025. Khu thấp tầng đã hoàn chỉnh toàn bộ chuỗi pháp lý — bàn giao nhà và cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất cho từng căn. Khu cao tầng đang xây dựng theo giấy phép, sẽ mở bán khi có thông báo đủ điều kiện bán hàng. Dự án đạt chứng nhận đô thị xanh **BCA Green Mark for Districts** (Singapore) đầu tiên tại Việt Nam.

Tiềm năng & hạ tầng

- **Đường Võ Chí Công / Vành đai 2 hiện hữu** (liền kề dự án): kết nối trung tâm tài chính Thủ Thiêm ~10 phút, tiếp cận nút giao cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây. **Tác động:** nền tảng giá trị vị trí hiện hữu, không phụ thuộc hạ tầng tương lai.
- **Cao tốc TP.HCM – Long Thành mở rộng** (khởi công 08/2025 · mục tiêu hoàn thành 2026): tăng gấp đôi năng lực trục cửa ngõ khu Đông. **Tác động:** rút ngắn thời gian đến sân bay quốc tế Long Thành còn ~45 phút.
- **Sân bay quốc tế Long Thành – giai đoạn 1** (mục tiêu khai thác 2026): cửa ngõ hàng không mới của vùng. **Tác động:** nâng mặt bằng giá BĐS toàn khu Đông TP.HCM.

Luận điểm

Gladia là **nguồn thu chủ lực 2026–2027** của KDH: khu thấp tầng tiếp tục ghi nhận doanh thu bàn giao; khu cao tầng 616 căn mở bán từ quý 3/2026 trong bối cảnh nguồn cung căn hộ TP.HCM vẫn khan hiếm. Chuẩn phát triển liên doanh Keppel cùng lịch sử cấp sổ nhanh giúp dự án định vị ở phân khúc cao cấp với sức hấp thụ đã được chứng minh ở giai đoạn thấp tầng. Lưu ý: lợi nhuận chia sẻ theo tỷ lệ liên doanh, phần về cổ đông công ty mẹ khoảng 51%.

3.2. Các dự án trọng điểm (2/7)

Khu nhà ở Bình Trưng Bình Trưng Đông – Cát Lái, TP. Thủ Đức · 18,2 ha · 100% sở hữu

DIỆN TÍCH	SẢN PHẨM KẾ HOẠCH	ĐẦU TƯ LŨY KẾ	KHỞI CÔNG
18,2 ha	~3.200	4.825 tỷ đ	Cuối 2026F
Liên kề Gladia by the Waters	Nhà phố, biệt thự & căn hộ	Tồn kho dự án cuối 2025 (BCTC)	Mở bán dự kiến 2027F

Tiến độ phát triển

Khu nhà ở Công ty Bình Trưng phát triển trên quỹ đất liền kề Gladia by the Waters, dự kiến **khởi công xây dựng cuối năm 2026** và mở bán từ 2027 với quy mô kế hoạch khoảng 3.200 sản phẩm gồm nhà liên kế, biệt thự và căn hộ chung cư. Giá trị đầu tư lũy kế của dự án Bình Trưng đạt 4.825 tỷ đồng cuối 2025 (BCTC).

Pháp lý

Dự án Bình Trưng đã có **quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư**, đang tiếp tục hoàn thiện các thủ tục pháp lý tiếp theo (quy hoạch chi tiết, nghĩa vụ tài chính đất).

Tiềm năng & hạ tầng

- Cầu Cát Lái** (khởi công 01/2026 · mục tiêu 2029): thay thế phà Cát Lái, nối Thủ Đức với Nhơn Trạch. **Tác động:** mở rộng vùng cầu về phía Đông, tăng giá trị quỹ đất Cát Lái.
- Cao tốc TP.HCM – Long Thành mở rộng & Sân bay Long Thành** (mục tiêu 2026): cộng hưởng trực của ngõ khu Đông. **Tác động:** duy trì đà tăng mặt bằng giá khu Bình Trưng – Cát Lái.

Luận điểm

Khu nhà ở Bình Trưng là **chuỗi kế nhiệm tự nhiên của Gladia**: cùng vị trí, cùng tệp khách hàng, triển khai ngay khi Gladia bước vào giai đoạn bàn giao cao điểm – bảo đảm nguồn doanh thu liên tục 2027–2029. Với quỹ đất sạch liền kề dự án hiện hữu và giá vốn tích lũy thấp từ nền tảng BCCI, đây là mắt xích tăng trưởng doanh số quan trọng của KDH tại khu Đông.

3.2. Các dự án trọng điểm (3/7)

The Solina (Khu dân cư 11A) Bình Hưng, Bình Chánh · 16,4 ha · 100% sở hữu · Nhà phố, biệt thự & căn hộ

DIỆN TÍCH 16,4 ha Nguồn gốc quỹ đất BCCI	SẢN PHẨM KẾ HOẠCH ~1.500 ~500 thấp tầng · ~1.000 căn hộ	DOANH THU KỲ VỌNG ~7.000 tỷ đ Theo kế hoạch công bố	MỞ BÁN Cuối 2026F Thấp tầng trước, căn hộ sau
---	--	--	--

Tiến độ phát triển

Dự án đang **thi công hạ tầng kỹ thuật**; kế hoạch mở bán phân khu thấp tầng từ **cuối 2026 – đầu 2027**, tiếp nối bằng các block căn hộ. Đây là dự án nhà ở gắn liền tên tuổi quỹ đất BCCI tại cửa ngõ Tây Nam, cách khu Trung Sơn – Him Lam hiện hữu chỉ vài phút di chuyển.

Pháp lý

Đã có chấp thuận đầu tư và quy hoạch; **hoàn thành nghĩa vụ tài chính tiền sử dụng đất với 13/16,4 ha** – phần lớn chi phí đất đã được chốt trước chu kỳ tăng bảng giá đất mới, bảo vệ biên lợi nhuận; giá trị đầu tư lũy kế (tồn kho) 2.005 tỷ đồng cuối 2025. Điều kiện bán hàng sẽ xin cấp theo từng phân khu khi đủ điều kiện.

Tiềm năng & hạ tầng

- **Cao tốc Bến Lức – Long Thành** (thông xe từng đoạn từ 2025 · mục tiêu toàn tuyến 2026): trục vành đai phía Nam kết nối miền Tây – sân bay Long Thành. **Tác động:** cải thiện căn bản kết nối khu Nam Bình Chánh.
- **Vành đai 3 TP.HCM** (khởi công 06/2023 · mục tiêu thông xe 2026): đi qua Bình Chánh. **Tác động:** giảm tải cửa ngõ Tây Nam, kéo dòng dân cư dịch chuyển ra vùng giáp ranh.

Luận điểm

The Solina là **dự án chủ lực cho doanh số 2027–2028** với doanh thu kỳ vọng ~7.000 tỷ đồng – tương đương 1,5 lần doanh thu cả năm 2025 của KDH. Tiền sử dụng đất đã nộp phần lớn từ trước giúp dự án có dư địa biên gộp cao theo chuẩn các dự án gốc BCCI. Rủi ro chính là tiến độ cấp điều kiện bán hàng từng phân khu.

3.2. Các dự án trọng điểm (4/7)

KCN Lê Minh Xuân mở rộng Bình Lợi – Tân Nhựt, Bình Chánh · 109,9 ha · 100% sở hữu (qua Khang Phúc)

DIỆN TÍCH 109,9 ha GĐ1 ~90 ha đã hoàn tất pháp lý	KCN HIỆN HỮU 116 ha Lắp đầy 100% · >200 DN	CHI PHÍ DỜ DANG 1.844 tỷ đ Tại 31/03/2026	KINH DOANH 2026–27F Cho thuê đất & nhà xưởng
--	---	--	---

Tiến độ phát triển

Đang **xây dựng hạ tầng giai đoạn 1**; kỳ vọng bắt đầu cho thuê và ghi nhận doanh thu từ **cuối 2026 – 2027**. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang đạt 1.733 tỷ đồng cuối 2025, tăng 707 tỷ trong năm — tiến độ thi công tăng tốc rõ rệt. Dự án kế thừa nền tảng vận hành của KCN Lê Minh Xuân hiện hữu (116 ha) — đã lắp đầy 100% với hơn 200 doanh nghiệp thuê, mua đất và nhà xưởng, mang lại dòng thu định kỳ ổn định nhiều năm qua.

Pháp lý

Giai đoạn 1 (~90 ha) đã **hoàn tất thủ tục pháp lý đất** và giấy phép hạ tầng; phần còn lại đang hoàn thiện. Dự án được tài trợ bằng khoản vay dài hạn ~3.035 tỷ đồng tại Ngân hàng MB, thế chấp bằng quyền sử dụng đất và tài sản dự án.

Tiềm năng & hạ tầng

- **Vành đai 3 TP.HCM** (khởi công 06/2023 · mục tiêu thông xe 2026): chạy sát cụm công nghiệp Tây Nam. **Tác động:** rút ngắn kết nối tới cảng Cát Lái, sân bay và các tỉnh công nghiệp lân cận.
- **Cao tốc TP.HCM – Trung Lương mở rộng** (khởi công 12/2025 · mục tiêu 2028): trục logistics về Đồng bằng sông Cửu Long. **Tác động:** tăng sức hút của KCN với doanh nghiệp chế biến, phân phối.

Luận điểm

Đất KCN trong địa giới TP.HCM là hàng hiếm khi quỹ đất công nghiệp thành phố gần cạn — KCN hiện hữu lắp đầy 100% là bằng chứng nhu cầu. Mảng KCN mang lại cho KDH **dòng thu định kỳ, biên cao và ít chu kỳ** hơn nhà ở, đồng thời là bước đệm mở rộng mô hình kinh doanh. Kỳ vọng đây là nguồn đóng góp lợi nhuận mới đáng kể từ 2027.

3.2. Các dự án trọng điểm (5/7)

Khu trung tâm dân cư Tân Tạo – Khu A Tân Tạo, Bình Tân · ~329 ha · 100% sở hữu (qua Khang Phúc) · Khu đô thị phức hợp

DIỆN TÍCH	TỔNG MỨC ĐẦU TƯ	TỒN KHO LŨY KẾ	TRIỂN KHAI
329 ha	17.918 tỷ đ	8.681 tỷ đ	Sau 2027
Dự án lớn nhất danh mục	Nâng từ 7.737 tỷ · duyệt 07/07/2026	31/12/2025 · +1.820 tỷ trong năm	Dòng tiền kỳ vọng 2028–2035

Tiến độ phát triển

Dự án đang trong giai đoạn **giải phóng mặt bằng và hoàn thiện thủ tục pháp lý** (tỷ lệ GPMB ~85% theo ước tính của doanh nghiệp). Giá trị đầu tư lũy kế (tồn kho) đạt **8.681 tỷ đồng** cuối 2025 – tăng 1.820 tỷ trong năm, lớn nhất danh mục và chiếm 37% tổng tồn kho của KDH. ĐHĐCĐ đã **thông qua** việc nâng tổng mức đầu tư từ 7.737 tỷ lên **~17.918 tỷ đồng (+131,6%)** với tỷ lệ tán thành **75,491%** (Nghị quyết số 02/2026/NQ_ĐHĐCĐ ngày 07/07/2026) – mức tăng phản ánh trực tiếp việc TP.HCM áp dụng **bảng giá đất mới hiệu lực 01/01/2026**: đơn giá bồi thường GPMB được xác định lại và nghĩa vụ tiền sử dụng đất tính theo khung giá cập nhật – tín hiệu doanh nghiệp chuẩn bị bước vào giai đoạn triển khai thực chất.

Pháp lý

Quy hoạch chi tiết 1/500 và chủ trương đầu tư đã được phê duyệt (theo chia sẻ của doanh nghiệp); dự án hiện đang **hoàn tất giải phóng mặt bằng và nghĩa vụ tài chính về đất** – biến số lớn nhất khi TP.HCM áp dụng bảng giá đất mới. Việc chuẩn bị nguồn vốn đối ứng cho tiền sử dụng đất đã được phản ánh trong tổng mức đầu tư điều chỉnh (17.918 tỷ đồng).

Tiềm năng & hạ tầng

- **Vành đai 3 TP.HCM** (mục tiêu thông xe 2026): đi qua khu Tây. **Tác động**: tái định vị Bình Tân từ vùng ven thành cửa ngõ kết nối vùng.
- **Cao tốc TP.HCM – Trung Lương mở rộng** (khởi công 12/2025): trục hướng Tây Nam. **Tác động**: hỗ trợ nhu cầu ở thực từ dòng lao động, chuyên gia khu công nghiệp lân cận.

Luận điểm

Tân Tạo – Khu A là **"kho giá trị" lớn nhất** của KDH: ~329 ha nội đô Bình Tân, khu vực mật độ dân số cao nhất TP.HCM, phù hợp định hướng phát triển đô thị **TOD khu Tây** mà thành phố đang thúc đẩy. Khi hoàn thiện hạ tầng, dự án được kỳ vọng tạo dòng tiền quy mô lớn trong giai đoạn **2028–2035**. Trên sổ sách, dự án hiện chủ yếu ghi nhận theo chi phí lũy kế (tồn kho 8.681 tỷ đồng cuối 2025), chưa gồm lãi phát triển – phần lợi nhuận này chỉ hiện khi dự án đủ điều kiện triển khai và bàn giao. Ngược lại, quy mô tiền sử dụng đất lớn cũng là rủi ro dòng tiền cần theo dõi chặt.

3.2. Các dự án trọng điểm (6/7)

Cụm dự án Phong Phú 2 Phong Phú, Bình Chánh · ~132 ha (GD1 ~26 ha) · 100% sở hữu · Nhà thấp tầng & căn hộ

DIỆN TÍCH ~132 ha Tổng QH · GD1 ~26 ha	SẢN PHẨM QUY HOẠCH ~3.383 Chủ yếu thấp tầng	GIẢI PHÓNG MB GD1 hoàn tất Phần còn lại đang thực hiện	TRIỂN KHAI GD1 từ 2027 Khởi công phần ~26 ha
--	---	--	--

Tiến độ phát triển

Tổng quy mô ~132 ha; doanh nghiệp triển khai trước giai đoạn 1 quy mô ~26 ha, dự kiến khởi công 2027. Giai đoạn 1 đã hoàn tất giải phóng mặt bằng; phần diện tích còn lại của toàn khu đang tiếp tục bồi thường, giải phóng mặt bằng và hoàn thiện thủ tục pháp lý. Quy hoạch định hướng khu nhà ở thấp tầng mật độ thấp kết hợp căn hộ trong không gian nhiều cây xanh — dòng sản phẩm sở trường của KDH.

Pháp lý

Chủ trương lập quy hoạch 1/2000 cho khu vực 147 ha được chấp thuận từ 2020; chấp thuận chủ trương đầu tư đã có (2025). Về pháp lý đất, dự án đã hoàn tất giải phóng mặt bằng nhưng chưa được giao (phân bổ) đất và chưa hoàn tất nghĩa vụ tiền sử dụng đất — bước then chốt còn lại trước khi khởi công; quy hoạch chi tiết phần diện tích còn lại đang thực hiện. Chi phí đầu tư lũy kế (tồn kho) mới ở mức 1.891 tỷ đồng cuối 2025 — phần chi phí đã ghi nhận cho quỹ đất quy mô lớn, chưa gồm nghĩa vụ tài chính đất còn phải hoàn tất. Một phần số liệu quy mô tổng thể tổng hợp từ nguồn thứ cấp.

Tiềm năng & hạ tầng

- Cao tốc Bến Lức – Long Thành** (mục tiêu toàn tuyến 2026): nút giao gần khu dự án. Tác động: đưa Phong Phú vào bán kính 30 phút tới cả trung tâm TP.HCM lẫn trục Long Thành.
- Vành đai 3 TP.HCM** (mục tiêu 2026): kết nối liên vùng phía Nam. Tác động: củng cố xu hướng giãn dân về Bình Chánh — nguồn cầu ở thực cho dự án.

Luận điểm

Cùng The Solina, Phong Phú 2 tạo thành cụm dự án khu Nam quy mô gần 150 ha — quỹ đất thấp tầng lớn hiếm hoi còn lại gần trung tâm TP.HCM. Với nền quỹ đất tích lũy từ sớm, dự án là nguồn giá trị dài hạn; điểm cần theo dõi là tiến độ GPMB phần diện tích còn lại và thời điểm chốt tiền sử dụng đất.

3.2. Các dự án trọng điểm (7/7)

Chỉnh trang đô thị khu Mả Lạng & Chợ Gà – Chợ Gạo Quận 1 (cũ), TP.HCM · 4,2 ha · Phương thức PPP (hợp đồng BT)

TỔNG MỨC ĐẦU TƯ 16.369 tỷ đ BT: quỹ đất ~10.735 tỷ ngân sách ~5.635 tỷ (dự phòng)	QUY MÔ 42.090 m² Mả Lạng 37.740 m ² Chợ Gà – Gạo 4.350 m ²	SẢN PHẨM ~2.253 2.160 căn hộ NOXH · 93 thấp tầng	TIẾN ĐỘ 2026–2029 Khởi công Q3/2026 · hoàn thành Q4/2028
--	--	--	--

Tiến độ phát triển

ĐHĐCĐ đã thông qua việc tham gia đầu tư với tỷ lệ tán thành **76,532%** (Nghị quyết số 02/2026/NQ_ĐHĐCĐ ngày 07/07/2026, hình thức lấy ý kiến bằng văn bản), trên cơ sở Nghị quyết số 59/NQ-HĐND ngày 19/06/2026 của HĐND TP.HCM. Lịch triển khai dự kiến: **khởi công quý 3/2026 – hoàn thành quý 4/2028 – bàn giao cho thành phố khai thác từ 2029**, thời hạn hợp đồng khoảng 5 năm. Cơ cấu vốn dự kiến: **~15% vốn chủ sở hữu (~2.455 tỷ đồng) / ~85% vốn vay (~13.914 tỷ đồng)**. Khu Mả Lạng gồm hạ tầng kỹ thuật, trường liên cấp, chung cư tái định cư – nhà ở xã hội ~38 tầng (1.400 căn) và 93 căn thấp tầng; khu Chợ Gà – Chợ Gạo là chung cư nhà ở xã hội ~35 tầng (760 căn).

Pháp lý

Dự án thực hiện theo **phương thức đối tác công tư (PPP), loại hợp đồng BT** – nhà đầu tư được thanh toán bằng quỹ đất (~10.734,7 tỷ đồng) kết hợp ngân sách Thành phố (~5.634,8 tỷ đồng); theo tờ trình đã được ĐHĐCĐ thông qua, **phần ngân sách chỉ được sử dụng khi giá trị quỹ đất dự kiến không đủ thanh toán cho nhà đầu tư**. Dự án phục vụ chỉnh trang đô thị – tái định cư, **không nhằm mục đích kinh doanh thương mại**. ĐHĐCĐ ủy quyền HĐQT và/hoặc Tổng Giám đốc quyết định, thực hiện các công việc liên quan theo quyết định, văn bản của cơ quan nhà nước có thẩm quyền.

Tiềm năng & hạ tầng

- Vị trí lõi trung tâm** (phường Bến Thành, Cầu Ông Lãnh – Quận 1 cũ): tứ giác Nguyễn Cư Trinh và khu Chợ Gà – Chợ Gạo nằm cạnh chợ Bến Thành, tuyến Metro số 1. **Tác động:** quỹ đất đối ứng tại trung tâm có giá trị thương mại đặc biệt cao.

Luận điểm

Đây là **bước chuyển chiến lược** đưa KDH từ nhà phát triển vùng ven vào phân khúc chỉnh trang đô thị lõi trung tâm – nơi rào cản gia nhập cao nhất và quỹ đất đối ứng có giá trị vượt trội. Nếu được triển khai đúng cơ chế, dự án mở ra nguồn quỹ đất trung tâm và dòng doanh thu nhà ở xã hội quy mô lớn. Rủi ro chính: cơ chế thanh toán BT, tiến độ phê duyệt và quy mô vốn đối ứng trong giai đoạn công ty đang tăng đòn bẩy.

3.2. Các dự án trọng điểm (tiếp theo)

Tiến độ phát triển hạ tầng kết nối theo dự án

Thanh thời gian: từ thời điểm khởi công đến mốc hoàn thành dự kiến · ● mốc thực tế (đã khởi công) · ◆ mốc dự kiến · màu thanh theo dự án KDH



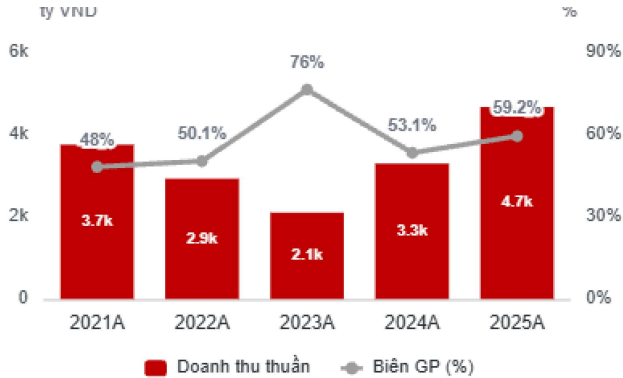
Phạm vi: hạ tầng giao thông trọng điểm đang triển khai tại TP.HCM và vùng phụ cận gần trực tiếp với các dự án của KDH; mốc hoàn thành là mục tiêu công bố của cơ quan quản lý, có thể thay đổi.
Nguồn: Tổng hợp công bố Bộ Xây dựng, UBND các địa phương & chủ đầu tư · TCBS Research

4. Phân tích tài chính

4.1. Kết quả kinh doanh

■ Doanh thu thuần & Biên lợi nhuận gộp

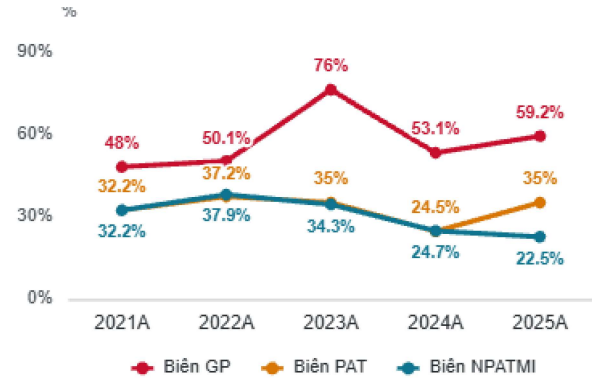
Đơn vị: tỷ VND (trái) · % (phải)



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

■ Xu hướng biên lợi nhuận 5 năm: GP / PAT / NPATMI

Đơn vị: %



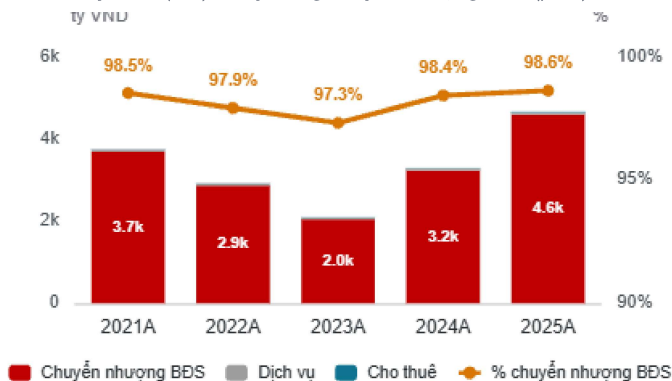
Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

Doanh thu biến động theo lịch bàn giao; biên lợi nhuận thuộc nhóm cao nhất ngành

Doanh thu KDH phụ thuộc lịch bàn giao từng dự án nên biến động mạnh: từ 3.738 tỷ đồng (2021) giảm về đáy **2.088 tỷ (2023)** khi thiếu dự án mở bán mới, rồi phục hồi lên 3.279 tỷ (2024, bàn giao The Privia) và **4.651 tỷ (2025, +41,9%)** nhờ phần còn lại của The Privia và khu thấp tầng Gladia by the Waters. Biên lợi nhuận gộp luôn thuộc nhóm cao nhất ngành (48–76%); năm 2025 đạt **59,2%** nhờ tỷ trọng thấp tầng giá trị cao – thành quả của quỹ đất tích lũy từ BCCI. Biên PAT dao động 24–37%, riêng **biên NPATMI 2025 thu hẹp về 22,5%** – thấp hơn hẳn biên PAT 35% do lợi nhuận chia cho Keppel tại liên doanh Gladia (NPATMI 1.045 tỷ so với LNST hợp nhất 1.627 tỷ).

■ Doanh thu theo mảng hoạt động

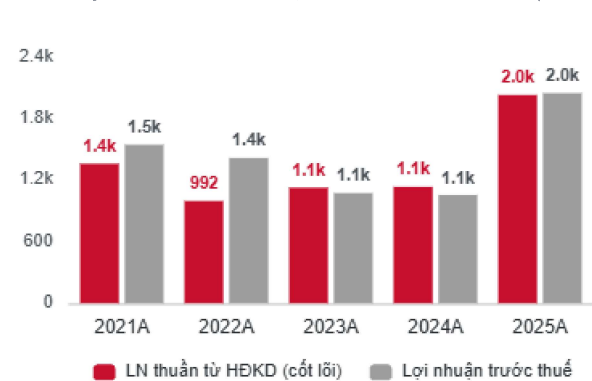
Đơn vị: tỷ VND (trái) · % tỷ trọng chuyển nhượng BDS (phải)



Nguồn: Thuyết minh BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

■ Lợi nhuận hoạt động cốt lõi & lợi nhuận trước thuế

Đơn vị: tỷ VND · LN cốt lõi = lợi nhuận thuần từ HĐKD (mã 30)



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

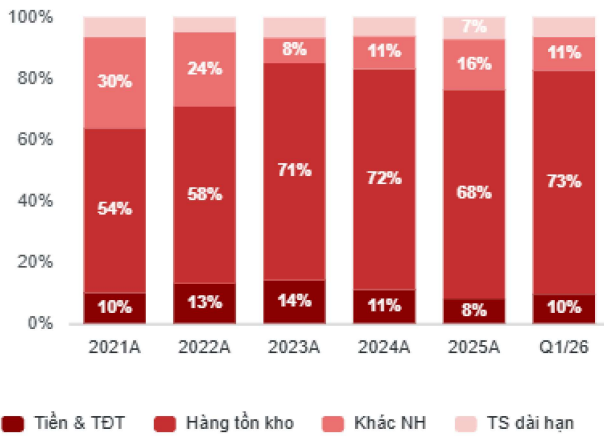
Cơ cấu doanh thu cô đặc; lợi nhuận 2025 gần như thuần từ hoạt động cốt lõi

Chuyển nhượng bất động sản chiếm **97–99% doanh thu** mọi năm; dịch vụ quản lý (~46–58 tỷ/năm) và cho thuê (17,8 tỷ năm 2025, tăng từ 7,8 tỷ) còn nhỏ nhưng sẽ mở rộng khi KCN Lê Minh Xuân mở rộng vận hành từ 2027. Lợi nhuận thuần từ HĐKD đi từ 1.355 → 992 → 1.122 → 1.130 tỷ rồi bứt lên **2.021 tỷ (2025)**; khoảng cách với LNTT là các khoản một lần (+185/+419/-53/-79/+18 tỷ) – lợi nhuận 2021–2022 được "trợ lực" bởi lãi đánh giá lại khi hợp nhất công ty dự án, trong khi **LNTT 2025 (2.039 tỷ) gần như thuần từ hoạt động cốt lõi**. Quý 1/2026, NPATMI 281 tỷ (+131%) chủ yếu nhờ **lãi mua rẻ ~285 tỷ** từ thương vụ An Lập – lợi nhuận trước thuế cốt lõi chỉ ~71 tỷ (-55% svck) do chưa vào mùa bàn giao.

4.2. Phân tích bảng cân đối kế toán

■ Cơ cấu tài sản theo khoản mục

Đơn vị: % tổng TS

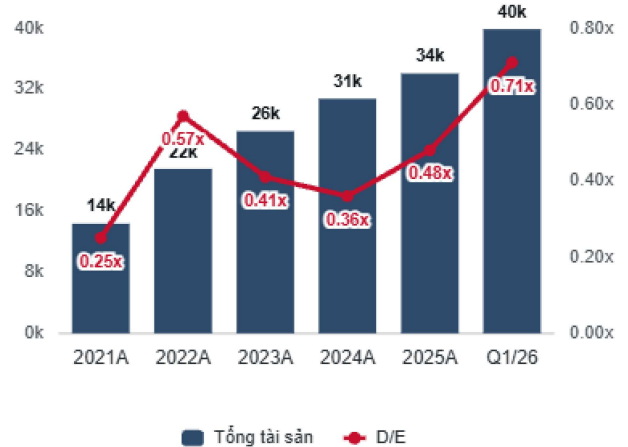


Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

Khác NH gồm phải thu ngắn hạn & TS ngắn hạn khác; TS dài hạn gồm tài sản cố định, đầu tư liên kết, BĐSĐT & TS dài hạn khác

■ Tổng tài sản & Tỷ lệ D/E

Đơn vị: tỷ VND (trái) · lần (phải)



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

D/E = Tổng nợ vay / Tổng VCSH (bao gồm lợi ích CBTS)

Hàng tồn kho chi phối bảng cân đối — nguồn hàng của chu kỳ mới

Hàng tồn kho tăng từ 7.733 tỷ đồng (53,8% tổng tài sản năm 2021) lên **23.260 tỷ (68,3%) cuối 2025** và 29.126 tỷ (73,1%) cuối quý 1/2026 — theo BCTC 2025: Tân Tạo 8.681 tỷ (37%), cụm Bình Trưng Đông 9.288 tỷ (40%, gồm ba công ty dự án Bình Trưng, Đoàn Nguyên và Bình Trưng Mới), khu 11A – The Solina 2.005 tỷ, Phong Phú 2 1.891 tỷ; trong đó 801 tỷ đồng là lãi vay đã vốn hóa trong năm. Mức tăng ~5.866 tỷ đồng của tồn kho trong quý 1/2026 chủ yếu đến từ việc hợp nhất **5.430 tỷ đồng** tồn kho (8,2 ha đất ở) theo thương vụ An Lập. Đây là tồn kho dự án đang triển khai — nguồn doanh thu 2026–2028 — chứ không phải thành phẩm tồn đọng; đổi lại, vòng quay tài sản thấp và nhu cầu vốn lưu động lớn là đặc điểm cố hữu của mô hình.

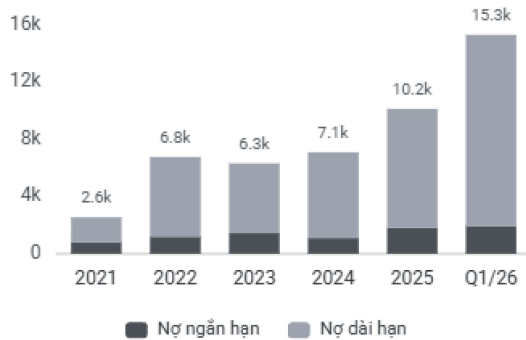
Đòn bẩy tăng nhanh theo chu kỳ đầu tư

Tổng tài sản tăng 2,4 lần trong 5 năm lên 34.074 tỷ đồng (2025) và 39.862 tỷ (quý 1/2026). Tỷ lệ Nợ vay/VCSH tăng từ **0,25 lần (2021)** lên 0,48 lần (2025) và **0,71 lần (quý 1/2026)** khi công ty đồng loạt tài trợ các dự án mới và thương vụ M&A An Lập. Điểm tựa an toàn: vốn chủ sở hữu 21.524 tỷ, tiền và đầu tư ngắn hạn 3.825 tỷ, 87% nợ vay là dài hạn gắn với dự án; song dư địa tăng vay thêm không còn nhiều — tiến độ bán hàng 2026 trở thành biến số cân bằng tài chính then chốt.

4.3. Phân tích nguồn vốn

■ Nợ vay theo kỳ hạn

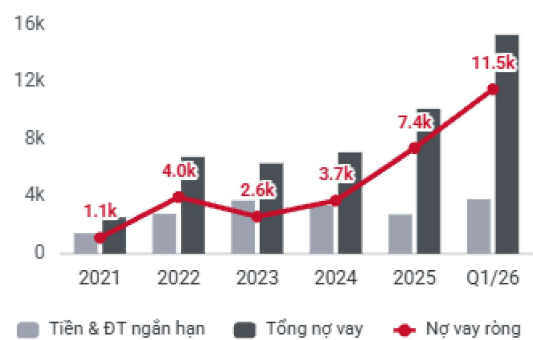
Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

■ Tiền mặt, nợ vay & nợ vay ròng

Đơn vị: tỷ đồng



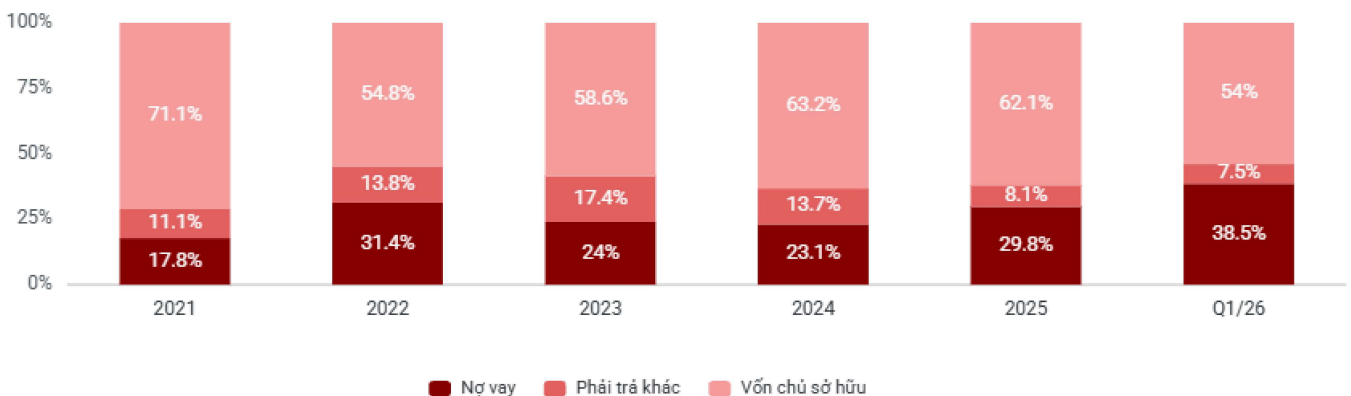
Nợ vay ròng = Tổng nợ vay - Tiền & tương đương tiền - Đầu tư ngắn hạn

Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

Nợ vay tăng tốc theo chu kỳ đầu tư – nghiêng hẳn về dài hạn, không còn trái phiếu. Tổng nợ vay tăng từ 2.553 tỷ đồng (2021) lên 10.150 tỷ (2025) và **15.348 tỷ cuối quý 1/2026**, trong đó nợ dài hạn chiếm 87%. Riêng quý 1/2026 nợ vay tăng thêm ~5.200 tỷ đồng – chủ yếu từ khoản vay mới rút 3.199 tỷ và ~2.100 tỷ nợ vay dài hạn hợp nhất theo thương vụ An Lập. KDH đã tất toán toàn bộ trái phiếu từ giữa 2025 – dư nợ hiện tại hoàn toàn là vay ngân hàng (MB, VietinBank, OCB), lãi suất thả nổi với biên độ 2,6–3,7%/năm, thế chấp bằng quyền tài sản dự án. Nợ vay ròng 11.523 tỷ đồng cuối quý 1/2026 – tương đương 54% vốn chủ sở hữu, mức cao nhất lịch sử công ty song vẫn thấp hơn nhiều chủ đầu tư cùng quy mô; phần lớn lãi vay đang được vốn hóa vào tồn kho nên chi phí lãi chỉ hiện hữu trên báo cáo lợi nhuận khi dự án bàn giao.

■ Cơ cấu nguồn vốn

Đơn vị: % tổng tài sản



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

Cơ cấu nguồn vốn: vốn chủ vẫn là trụ, tỷ trọng nợ vay tăng nhanh. Vốn chủ sở hữu (gồm lợi ích cổ đông thiểu số) duy trì 54–71% tổng tài sản suốt 5 năm – kết quả của chuỗi tăng vốn qua cổ tức cổ phiếu 10%/năm và ESOP. Tỷ trọng nợ vay tăng từ 17,8% (2021) lên **38,5% (quý 1/2026)**, trong khi phải trả khác thu hẹp còn 7,5% – riêng người mua trả tiền trước giảm từ 1.901 tỷ (cuối 2024) về 648 tỷ đồng cuối 2025 do đã bàn giao The Privia và Gladia thấp tầng, còn các dự án mới chưa mở bán. Hàm ý cho 2026–2027: tiến độ mở bán Gladia cao tầng và The Solina sẽ quyết định việc tái cân bằng nguồn vốn từ nợ vay sang tiền ứng trước của khách hàng – kênh vốn rẻ nhất của chủ đầu tư; nếu chậm, chi phí vốn vay sẽ bào mòn biên lợi nhuận các năm bàn giao.

4.3. Phân tích nguồn vốn (tiếp theo)

■ Lãi vay bốn lớp & hệ số ICR điều chỉnh(*)

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2022A	2023A	2024A	2025A
Lãi vay vốn hóa vào dự án	553	759	780	832
Chi phí lãi vay trên BC KQKD	9	~0	~0	~0
Tổng lãi vay phát sinh trong kỳ	562	759	780	832
Tiền lãi vay đã trả (BC LCTT)	—	—	745	818
EBITDA	810	1.215	1.321	2.173
ICR điều chỉnh (lần)	1,4	1,6	1,7	2,6

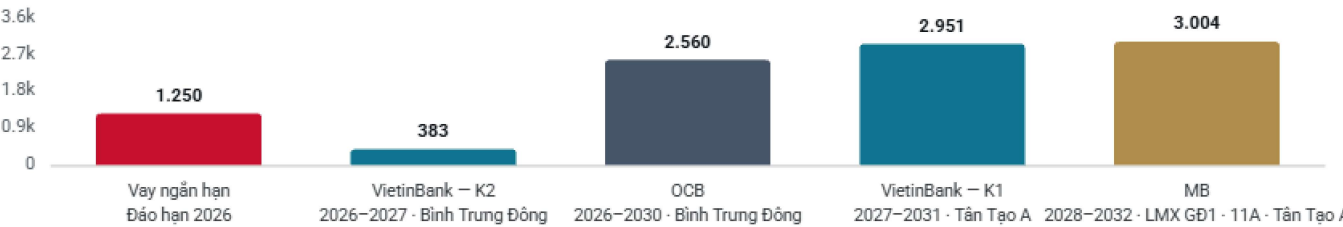
(*) ICR điều chỉnh = EBITDA / Tổng lãi vay phát sinh trong kỳ (gồm cả phần được vốn hóa) — theo thông lệ của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, coi toàn bộ lãi vay phát sinh là chi phí trong kỳ. Số vốn hóa 2024–2025 gồm cả phần vào XDCB dở dang (11 và 31 tỷ đồng); thước đo thận trọng do EBITDA chưa cộng lại lãi vốn hóa đã phân bổ vào giá vốn khi bàn giao.

Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH · TCBS TCA

Chi phí lãi vay thật lớn gấp nhiều lần con số kế toán. Báo cáo KQKD gần như không còn chi phí lãi vay từ 2023 — vì **toàn bộ lãi phát sinh được vốn hóa vào dự án**: 832 tỷ đồng năm 2025, tương đương lãi suất hiệu dụng ~9,7%/năm. ICR điều chỉnh chỉ 1,4–2,6 lần — thấp hơn nhiều cảm nhận từ báo cáo lợi nhuận, dù cải thiện rõ trong 2025. Phần lãi vốn hóa sẽ quay lại "ăn" vào biên gộp khi dự án bàn giao — lý do biên gộp 2027–2028 khó giữ mặt bằng 59% của năm 2025.

■ Cơ cấu nợ vay theo khoản vay & kỳ đáo hạn

Đơn vị: tỷ đồng · Dư nợ gốc tại 31/12/2025



Nguồn: Thuyết minh BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH 2025

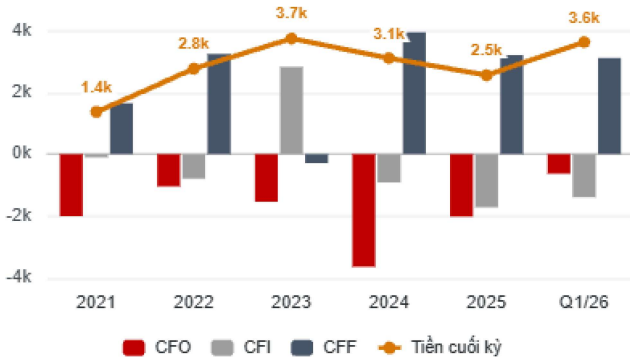
Lịch đáo hạn giãn dài, "vay theo dự án — trả bằng dự án". Nợ đến hạn trong 12 tháng tới chỉ **1.802 tỷ đồng (18% dư nợ)**, được phủ 1,5 lần bởi tiền và đầu tư ngắn hạn 2.755 tỷ. Đỉnh trả nợ rơi vào 2028–2032 (MB, 3.004 tỷ — tài trợ KCN Lê Minh Xuân GB1, khu 11A và Tân Tạo A) và 2027–2031 (VietinBank, 2.951 tỷ — Tân Tạo A) — trùng với chu kỳ bàn giao dự kiến của chính các dự án này.

Áp lực dòng tiền ngắn hạn: có thật nhưng trong tầm kiểm soát. Ba nguồn áp lực trong 2026: (i) dòng tiền kinh doanh âm 5 năm liên tiếp (2025: -2.024 tỷ) và tiếp tục âm trong quý 1/2026 khi dự án mới chưa mở bán; (ii) đệm doanh thu từ người mua trả tiền trước chỉ còn **648 tỷ đồng**; (iii) lãi vay thực trả 818 tỷ năm 2025 và sẽ tăng theo dư nợ 15.348 tỷ (ước ~1.400–1.500 tỷ/năm). Điểm tựa: không còn trái phiếu, thanh toán nhanh 2,4 lần, lịch đáo hạn lùi xa. Nếu mở bán Gladia cao tầng và The Solina trễ quá 2 quý, KDH sẽ phải tái tài trợ nợ đến hạn 2026–2027 thay vì trả bằng tiền bán hàng — khi đó ICR điều chỉnh sẽ suy giảm nhanh.

4.4. Dòng tiền & vốn lưu động

■ Dòng tiền thuần theo hoạt động

Đơn vị: tỷ VND · đường: tiền & tương đương tiền cuối kỳ



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH · Q1/26: BCTC hợp nhất quý 1/2026

■ CFO và hai cấu phần hút tiền chính

Đơn vị: tỷ VND · cột: tiền chi ròng trong CFO



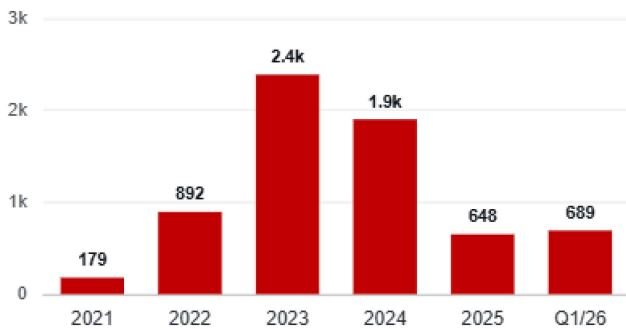
Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

CFO âm 5 năm liên tiếp — đặc trưng của pha gieo trồng, không phải suy kiệt

Dòng tiền kinh doanh âm từ 2021 đến Q1/2026 (đỉnh âm **-3.648 tỷ năm 2024**) do hai cấu phần chi phối: **tiền chi ròng vào tồn kho** — đền bù GPMB Tân Tạo, xây dựng Gladia và hạ tầng 11A/KCN Lê Minh Xuân (đỉnh 6.144 tỷ năm 2023) — và **lãi vay đã trả** tăng từ 249 tỷ (2021) lên 818 tỷ (2025). Dòng tiền đầu tư cũng âm vì góp vốn M&A công ty dự án; ngoại lệ duy nhất là 2023 với CFI **+2.813 tỷ** nhờ nhận ~3,2 nghìn tỷ từ Keppel mua 49% hai công ty dự án Gladia. Thiếu hụt được bù bằng dòng tài chính: vay ròng và đợt **phát hành riêng lẻ 3.000 tỷ đồng (8/2024)** — nhờ đó số dư tiền cuối kỳ vẫn duy trì 2.544–3.730 tỷ suốt giai đoạn.

■ Người mua trả tiền trước — "nhiệt kế" presales

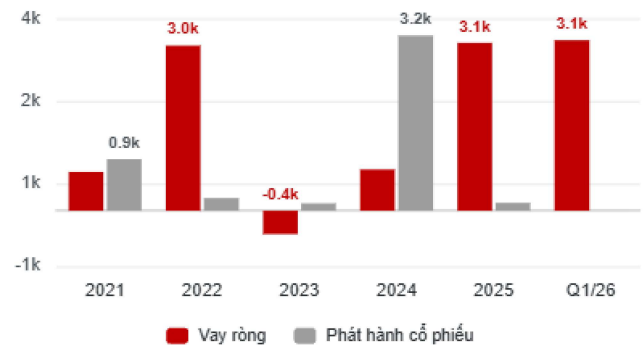
Đơn vị: tỷ VND · số dư cuối kỳ



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

■ Nguồn tài trợ: vay ròng & phát hành cổ phiếu

Đơn vị: tỷ VND · vay ròng = tiền thu đi vay – trả nợ gốc



Nguồn: BCTC Kiểm toán hợp nhất KDH

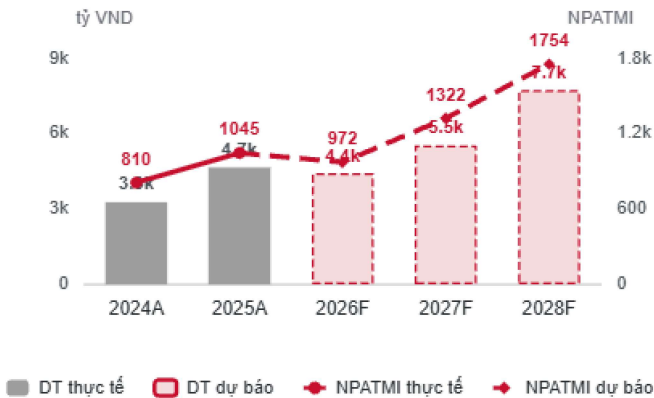
Đệm tiền ứng trước mỏng nhất 5 năm — mở bán 2026 là điều kiện đảo chiều dòng tiền

Số dư người mua trả tiền trước đạt đỉnh **2.388 tỷ cuối 2023** (dòng tiền The Privia về trước bàn giao) rồi rút về **648 tỷ cuối 2025** khi các dự án cũ bàn giao xong mà dự án mới chưa mở bán. Theo cơ chế thanh toán của Luật Kinh doanh BĐS: khách mua trả tối đa 30% khi ký hợp đồng, tổng không quá 70% trước bàn giao và 95% trước khi cấp giấy chứng nhận — nên mở bán **Gladia cao tầng (Q3/2026)** và **The Solina (cuối 2026)** sẽ đưa tiền ứng trước quay lại trước khi doanh thu được ghi nhận. Các dự phóng thị trường theo hướng này: dòng tiền tự do chuyển dương từ 2026 và mở rộng mạnh 2027–2028 khi bước vào chu kỳ bàn giao; ngược lại, nếu mở bán chậm, KDH sẽ tiếp tục phụ thuộc kênh vay ngân hàng — vốn đã gánh phần lớn nhu cầu tài trợ với vay ròng ~3.000 tỷ mỗi năm 2022, 2025 và ngay quý 1/2026 (+3.099 tỷ).

4.5. Dự báo tài chính 2026F–2028F

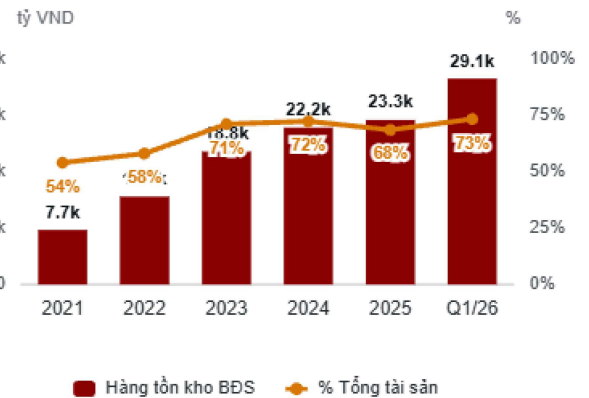
■ Dự báo Doanh thu & NPATMI 2024A–2028F

Đơn vị: tỷ VND



■ Hàng tồn kho BĐS & Tỷ trọng tổng tài sản

Đơn vị: tỷ VND



Cột xám = thực tế; cột viền đỏ nét đứt = dự báo. Nguồn: BCTC KDH; BCTC hợp nhất KDH · Q1/26 = 31/03/2026
TCBS TCA (cập nhật T7/2026).

Dự phóng TCBS: NPATMI tăng tốc khi động lực chuyển từ liên doanh sang dự án sở hữu ~100%

Mô hình dự phóng của **TCBS Research** (cập nhật T7/2026) ước tính doanh thu 2026F–2028F đạt **4.419 / 5.523 / 7.732 tỷ đồng** (–5% / +25% / +40%) và NPATMI **972 / 1.322 / 1.754 tỷ đồng** (–7% / +36% / +33%). Năm 2026 là năm chuyển tiếp – lợi nhuận đi ngang do doanh thu bàn giao chưa vào chu kỳ; tăng tốc từ 2027 nhờ bàn giao cao tầng Gladia, song KDH chỉ sở hữu ~51% liên doanh nên gần một nửa lợi nhuận thuộc về Keppel qua lợi ích cổ đông thiểu số. Từ 2028, động lực chuyển sang **The Solina, Bình Trưng và KCN Lê Minh Xuân – nhóm dự án sở hữu ~100%** giữ trọn lợi nhuận về công ty mẹ, đưa tỷ lệ NPATMI/LNST hợp nhất cải thiện từ ~64% (2026) lên ~90% (2028).

Cơ sở dự phóng: lịch bàn giao từng dự án theo pháp lý, kế hoạch mở bán & thời gian phát triển chuẩn

Nguồn thu 2026 chủ yếu từ **Gladia thấp tầng** (226 căn xây xong trước khi bán, đã cấp sổ 01/2026) và phần đầu **The Solina** thấp tầng. **Gladia cao tầng** (616 căn, xây dựng từ Q1/2026, mở bán dự kiến Q3/2026) cần ~2–2,5 năm thi công nên doanh thu dồn vào **2027–2028** (bàn giao từ Q4/2027) – động lực chính của bước nhảy lợi nhuận. Nối tiếp là The Solina cao tầng và **Khu nhà ở Bình Trưng** (đã chấp thuận chủ trương đầu tư, khởi công cuối 2026) từ 2028, cùng dòng cho thuê **KCN Lê Minh Xuân mở rộng** (GĐ1 89,6 ha đã có GCN và giấy phép hạ tầng) từ 2027. Tân Tạo và Phong Phú 2 còn hoàn thiện pháp lý, chưa chốt tiền sử dụng đất nên chưa đưa vào dự phóng – là dự địa tăng thêm khi khơi thông. Dự phóng 2026F xấp xỉ kế hoạch ĐHĐCĐ (doanh thu 4.419 so với kế hoạch 4.200 tỷ; LNST hợp nhất dự phóng ~1.513 so với 1.500 tỷ) – 2026 là năm chuyển tiếp, bước nhảy lợi nhuận dồn vào 2027–2028; rủi ro chính nằm ở tiến độ cấp phép bán hàng và tốc độ hấp thụ cao tầng.

Tồn kho – thước đo nguồn hàng chờ chuyển hóa thành doanh thu

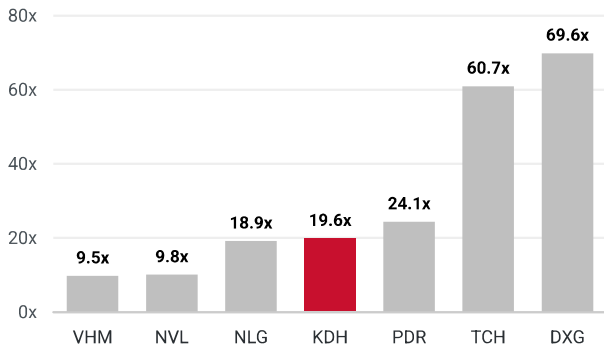
Hàng tồn kho BĐS đạt **29.126 tỷ đồng** cuối quý 1/2026, gấp 6,3 lần doanh thu 2025 và chiếm 73% tổng tài sản – mức tích lũy nguyên liệu lớn nhất lịch sử công ty. Khi Gladia cao tầng (từ quý 3/2026), The Solina (cuối 2026) và Bình Trưng (2027) lần lượt mở bán, tồn kho sẽ chuyển hóa thành doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền trả nợ; tốc độ chuyển hóa này là biến số quan trọng nhất của cả dự phóng lẫn định giá KDH.

5. Tổng kết

Cơ hội & Triển vọng đầu tư — Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

■ P/E so sánh ngành

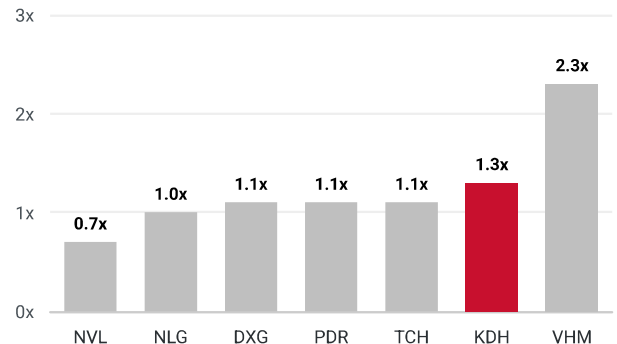
x · Giá đóng cửa 28/07/2026



Nguồn: TCBS TCA · Giá đóng cửa 28/07/2026

■ P/B so sánh ngành

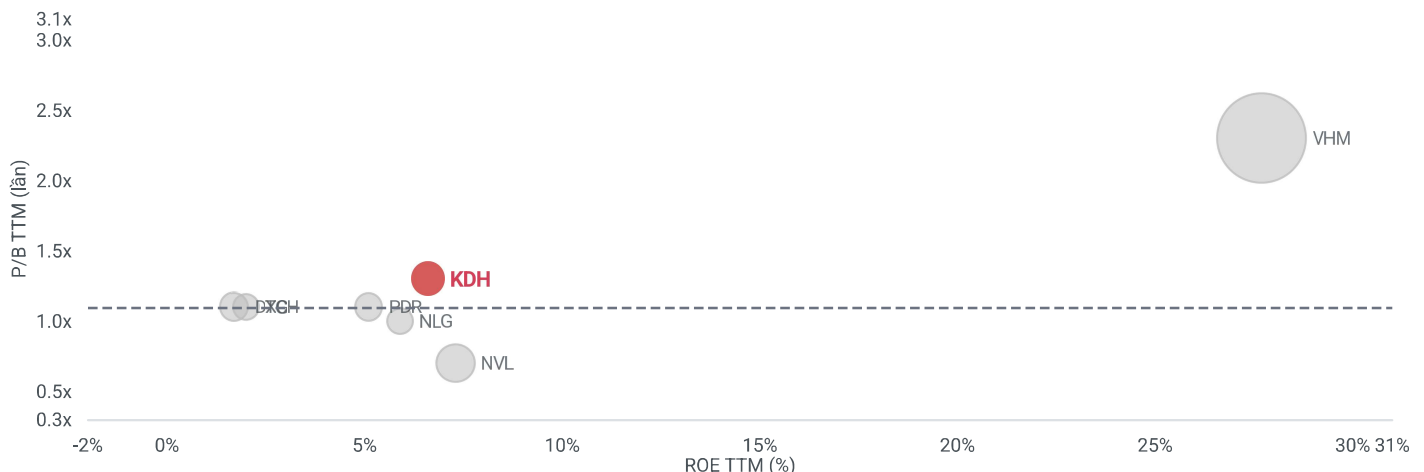
x · Giá đóng cửa 28/07/2026



5.1. Định giá tương đối

■ So sánh P/B TTM vs ROE các công ty cùng ngành (Kích cỡ hình tròn đại diện vốn hóa, tỷ VND)

Đường nét đứt: Trung vị P/B ngành (1,1x) | Dữ liệu TTM T7/2026



Nguồn: KDH (đỏ) giao dịch P/B 1,3x / ROE TTM 6,6% — nhỉnh hơn trung vị ngành ở cả hai chiều; mức chênh lệch định giá với nhóm cùng ngành đã thu hẹp về vùng hẹp nhất nhiều năm · TCBS TCA

Định vị trên bản đồ ngành: phần bù thương hiệu đã bị nén về gần 0

KDH giao dịch P/B **1,3 lần** so với trung vị ngành 1,1 lần — chỉ còn cao hơn ~18% — với ROE TTM 6,6% nhỉnh hơn trung vị (5,9%). So sánh trực tiếp: NLG 1,0x (ROE 5,9%); PDR, DXG, TCH quanh 1,1x với ROE thấp hơn; VHM 2,3x nhờ ROE 27,7% vượt trội; NVL 0,7x phản ánh rủi ro tái cấu trúc. Mức chênh lệch tại thấp bất thường so với lịch sử KDH — cổ phiếu từng duy trì định giá vượt hẳn nhóm cùng ngành nhờ thương hiệu pháp lý; P/E TTM 19,6 lần cao chủ yếu do NPATMI đang ở đáy chu kỳ.

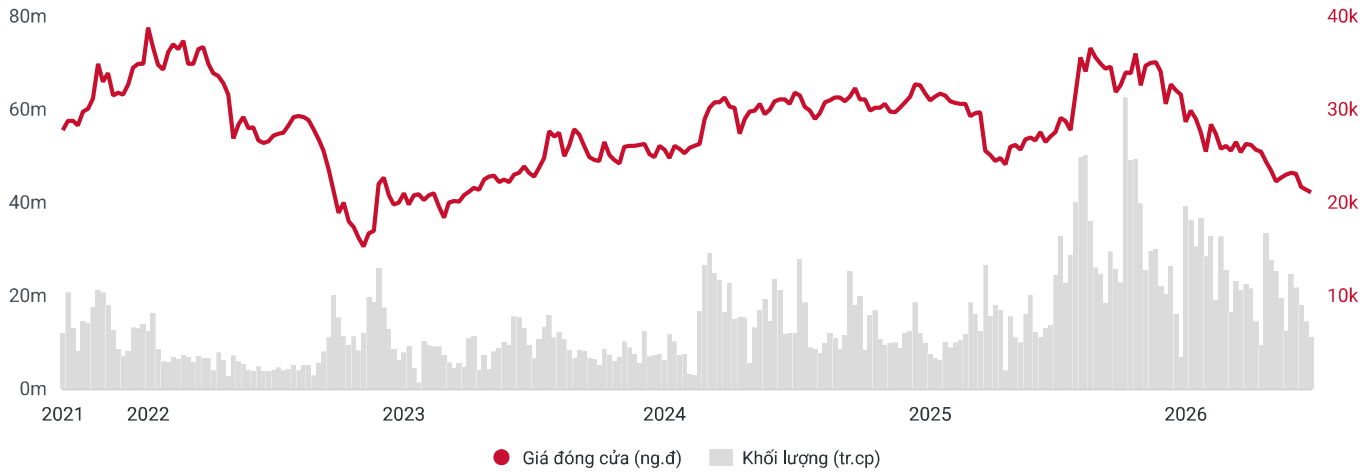
Yếu tố thúc đẩy định giá lại

Ba xúc tác theo thứ tự thời gian: (1) mở bán cao tầng Gladia từ quý 3/2026 và The Solina cuối 2026 — kiểm chứng sức cầu và bổ sung tiền ứng trước; (2) từ 2027, các dự án **sở hữu 100%** (The Solina, Bình Trung) thay liên doanh làm động lực — NPATMI cải thiện nhanh hơn PAT, kéo ROE từ 5,8% về vùng 7–8%; (3) khởi thông pháp lý Tân Tạo — Khu A (~330 ha) mở đường ghi nhận doanh thu — lợi nhuận từ quỹ đất lớn nhất danh mục. Chiều ngược lại, nếu mở bán chậm, đòn bẩy 0,71 lần sẽ tiếp tục ghìm P/B ở vùng thấp — theo dõi chặt tiến độ cấp điều kiện bán hàng từng quý.

5.2. Diễn biến giá, khối lượng giao dịch & P/B TTM KDH

■ Diễn biến giá & khối lượng giao dịch KDH

Giá đóng cửa theo tuần (nghìn đồng/cp, đã điều chỉnh) · Khối lượng (triệu cp/tuần) | T9/2021–T7/2026

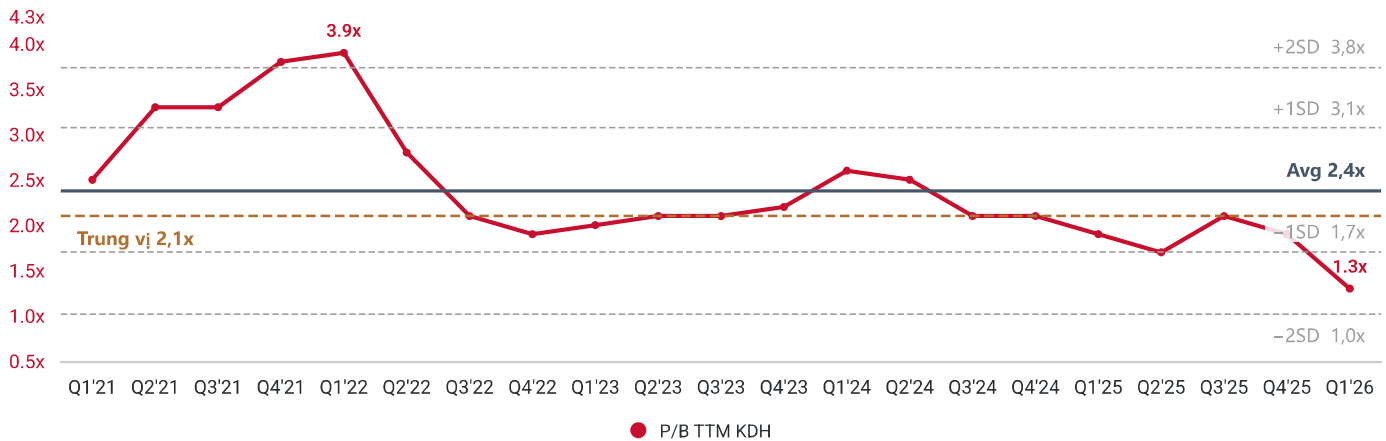


Nguồn: HoSE · Bộ phận Phân tích TCBS tổng hợp

■ P/B TTM KDH (2021–Q1/2026)^(*)

(*) SD = Standard Deviation (độ lệch chuẩn) · Avg = 2,4x · Trung vị = 2,1x | +1SD = 3,1x | +2SD = 3,8x | -1SD = 1,7x | -2SD = 1,0x | n=21 quý · điểm cuối chuỗi lấy theo giá spot ngày 28/07/2026 (áp trên BVPS quý 1/2026), không phải giá đóng cửa cuối quý

P/B TTM (lần)



Nguồn: HoSE · Bộ phận Phân tích TCBS tổng hợp

Diễn biến giá & P/B TTM – nhận định tổng hợp

KDH lập đỉnh lịch sử ~**38.700 đồng/cp** (giá điều chỉnh) đầu tháng 1/2022 trong sóng BĐS hậu COVID, rồi giảm ~61% về đáy ~**15.200 đồng/cp** tháng 11/2022 giữa khủng hoảng thanh khoản trái phiếu doanh nghiệp. Cổ phiếu phục hồi bền bỉ 2023–2025 và đạt đỉnh 3 năm ~**36.500 đồng/cp** cuối tháng 8/2025 theo sóng mở bán Gladia; sau đó điều chỉnh ~42% về vùng **21.000 đồng/cp** hiện tại. Ba lực kéo chính của nhịp giảm: nhóm quỹ VinaCapital liên tục thoái vốn và rút khỏi HĐQT/BKS; kết luận của cơ quan quản lý về các vi phạm trái phiếu giai đoạn trước (tháng 5/2026); và doanh thu cốt lõi quý 1/2026 giảm 60% trong khi nợ vay tăng nhanh.

Trên thước đo định giá, P/B TTM hiện ở **1,3 lần** (giá spot ngày 28/07/2026, áp trên giá trị sổ sách quý 1/2026) – nằm giữa dải -1SD và -2SD (1,7x – 1,0x); so với trung vị 21 quý **2,1 lần**, mức chiết khấu ~**38%**, và là vùng thấp nhất kể từ đáy khủng hoảng cuối 2022. Định giá này đã chiết khấu phần lớn tin xấu; với chu kỳ mở bán 2026–2027 phía trước và tồn kho sẵn sàng chuyển hóa, tương quan lợi nhuận – rủi ro nghiêng về phía tích lũy dài hạn – dù nhà đầu tư cần chấp nhận biến động khi áp lực cung cổ phiếu từ nhóm quỹ ngoại có thể chưa kết thúc.

5.3. Triển vọng công ty

Tăng trưởng tựa trên thương hiệu pháp lý, nguồn hàng 2026–2028 đã sẵn sàng và hai chân kiềng mới ngoài nhà ở.

Triển vọng trung hạn của KDH tựa trên ba động lực cấu trúc, phản ánh đúng đặc tính của một chủ đầu tư thuần TP.HCM đang bước vào chu kỳ triển khai lớn nhất trong một thập kỷ. Khác với các doanh nghiệp cùng ngành dựa vào mua bán dự án, giá trị của KDH không nằm ở lợi nhuận kế toán một vài quý tới mà ở năng lực chuyển hóa ~600 ha quỹ đất nội đô thành dòng lợi nhuận lặp lại qua nhiều chu kỳ.

BA ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

1 · Năng lực pháp lý — tài sản cạnh tranh bền vững nhất

Hơn **20.000 căn** bàn giao kèm giấy chứng nhận trong 25 năm; Gladia cấp sổ hồng chỉ ~3 tháng sau mở bán. Trong thị trường mà niềm tin pháp lý là ràng buộc lớn nhất của người mua, lợi thế này giúp KDH bán nhanh hơn và neo giá cao hơn mặt bằng khu vực — trực tiếp bảo vệ biên gộp 48–76% qua các chu kỳ.

2 · Chu kỳ doanh thu 2026–2028 với nguồn hàng đã sẵn sàng

Gladia cao tầng (616 căn hộ + 23 TMDV) kinh doanh từ quý 3/2026, bàn giao từ quý 4/2027; The Solina (~1.500 sản phẩm, doanh thu kỳ vọng ~7.000 tỷ đồng) mở bán cuối 2026; Bình Trung (~3.200 căn) nối tiếp 2027; giai đoạn 2026–2028 triển khai 160 ha với ~6.000 căn hộ và ~1.000 thấp tầng. Với các dự án sau Gladia, KDH chuyển sang **mở bán ngay khi đủ điều kiện bán nhà ở hình thành trong tương lai** thay vì xây xong mới bán — kỳ vọng rút ngắn vòng quay vốn và giúp dòng tiền vốn lưu động sớm cải thiện.

3 · Quỹ đất nội đô ~600 ha & mở rộng qua hình thức BT

Quỹ đất ~600 ha nằm trọn trong nội đô TP.HCM là nền tảng phát triển cho cả thập kỷ tới — lợi thế khan hiếm khi quỹ đất sạch thành phố ngày càng cạn. Việc tham gia dự án BT Mả Lạng & Chợ Gà – Chợ Gạo (16.369 tỷ đồng, 2026–2029) mở thêm kênh tạo lập quỹ đất đối ứng tại lõi trung tâm — phân khúc có rào cản gia nhập cao nhất — củng cố tiềm năng phát triển trung–dài hạn sau chu kỳ 2026–2028.

Một điểm đáng lưu ý là **định giá hiện ở vùng thấp so với lịch sử của chính doanh nghiệp trong khi chu kỳ mới chỉ bắt đầu**: P/B 1,3 lần (giá spot 28/07/2026) — thấp nhất trong 21 quý, chiết khấu ~38% so với trung vị 21 quý (2,1 lần); phần lớn quỹ đất ~600 ha (riêng Tân Tạo ~330 ha) đang ghi nhận theo giá vốn/chi phí lũy kế, chưa gồm lãi phát triển. Điểm neo khách quan là các giao dịch thực tế gần đây — Keppel trả ~3,2 nghìn tỷ đồng cho 49% liên doanh Gladia (2023), thương vụ An Lập ~2.553 tỷ đồng cho 8,2 ha (3/2026) và đợt phát hành riêng lẻ 3.000 tỷ đồng (8/2024) — cho thấy đối tác chiến lược và nhà đầu tư tổ chức trả cho quỹ đất/dự án cao hơn mặt bằng ghi sổ; dư địa lợi nhuận sẽ hiện dần khi pháp lý được khơi thông và dự án vào chu kỳ bàn giao. Với 100% danh mục tại TP.HCM, KDH là đại diện thuần nhất cho chu kỳ phục hồi nguồn cung thành phố — điểm cần theo dõi là kỷ luật đòn bẩy trong giai đoạn đầu tư cao điểm 2026–2027.

P/B rẻ hay chỉ phản ánh ROE thấp?

Cần phân biệt "rẻ thật" với việc định giá bị hạ chính đáng do sinh lời suy giảm. P/B hợp lý tỷ lệ thuận với ROE so với chi phí vốn chủ sở hữu: ROE của KDH rơi từ **13,1% (2021) về 5,8% (2025)**, nên phần lớn mức nén P/B từ trung vị 2,1 lần xuống 1,3 lần là **hạ định giá có cơ sở** — so với ROE hiện tại, 1,3 lần không phải mức rẻ bất thường. Mấu chốt là ROE thấp mang tính **chu kỳ hay cấu trúc**: TCBS Research nghiêng về chu kỳ — NPATMI đang ở đáy do chưa vào chu kỳ bàn giao và chỉ bằng 64% lợi nhuận hợp nhất (lợi ích cổ đông thiếu số tại liên doanh Keppel). Khi nhóm dự án sở hữu ~100% bàn giao 2027–2028 (NPATMI/lợi nhuận hợp nhất lên ~90%, ROE về 7–8%), P/B 1,3 lần mới thực rẻ trên nền sinh lời chuẩn hóa; nếu không, đây là mức hợp lý chứ không phải cơ hội — theo dõi tỷ lệ NPATMI/lợi nhuận hợp nhất và tiến độ bàn giao từng quý.

5.4. Phân tích kịch bản

Ba kịch bản phản ánh dải kết quả theo tiến độ mở bán, chi phí đất tại đại dự án và môi trường tín dụng

Kịch bản	Giả định chính	Hàm ý cho KDH
Tích cực	Gladia cao tầng và The Solina hấp thụ vượt kỳ vọng ngay các đợt mở bán đầu; pháp lý Tân Tạo – Khu A và Phong Phú 2 khởi thông sớm; tín dụng bất động sản được nới, mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ sức mua.	Tiến độ bàn giao sớm hơn kế hoạch đưa lợi nhuận vượt dự phóng cơ sở; dòng tiền bán hàng cải thiện giúp hãm đà tăng đòn bẩy; P/B có dư địa tái định giá từ vùng đáy 1,3 lần về gần trung vị lịch sử 2,1 lần.
Cơ sở	Mở bán – bàn giao theo kế hoạch: Gladia cao tầng kinh doanh quý 3/2026, bàn giao từ quý 4/2027; The Solina mở bán cuối 2026, Bình Trung nối tiếp 2027; đòn bẩy tăng có kiểm soát trong pha đầu tư cao điểm.	Doanh thu 2026–2028F đạt 4.419 / 5.523 / 7.732 tỷ đồng, NPATMI 972 / 1.322 / 1.754 tỷ đồng (–7% / +36% / +33%); tỷ lệ NPATMI/LNST cải thiện từ ~64% lên ~90% khi nhóm dự án sở hữu ~100% vào chu kỳ bàn giao.
Thận trọng	Mở bán Gladia cao tầng/The Solina trễ quá 2 quý, hấp thụ chậm; tiền sử dụng đất Tân Tạo và Phong Phú 2 cao hơn dự kiến; tín dụng bất động sản siết chặt, dòng tiền kinh doanh tiếp tục âm sâu.	Doanh thu dồn lùi sang 2028–2029, lợi nhuận thấp hơn dự phóng; D/E vượt 0,8 lần buộc tái tài trợ nợ đến hạn; định giá duy trì vùng thấp so với lịch sử cho đến khi tiến độ bán hàng được xác nhận trở lại.

5.5. Rủi ro chính

Bốn nhóm rủi ro nhà đầu tư cần theo dõi khi đánh giá triển vọng Khang Điền

1 · Đòn bẩy & dòng tiền kinh doanh âm Nợ vay 15.348 tỷ đồng (Q1/2026), D/E 0,71 lần – gấp gần 3 lần mức 2021; dòng tiền kinh doanh âm 5 năm liên tiếp (2025: –2.024 tỷ) do dồn vốn giải phóng mặt bằng và xây dựng; việc áp dụng bảng giá đất mới dự kiến còn đẩy chi phí GPMB tại Tân Tạo tăng, thêm áp lực dòng tiền ngắn hạn. Nếu mở bán Gladia cao tầng/The Solina trễ 2 quý, nhu cầu vay bổ sung có thể đẩy D/E vượt 0,8 lần và lãi vốn hóa tiếp tục phình vào tồn kho, nén biên gộp các năm bàn giao sau.	2 · Tập trung 100% TP.HCM & tiền sử dụng đất Toàn bộ danh mục tại một địa bàn khiến KDH nhạy cảm trộn vụn với chu kỳ pháp lý và bảng giá đất TP.HCM. Tân Tạo – Khu A vừa nâng tổng mức đầu tư lên 17.918 tỷ đồng (+10.180 tỷ) chủ yếu dự phòng tiền sử dụng đất và GPMB; Phong Phú 2 còn phần lớn diện tích chưa hoàn tất giải phóng mặt bằng và nghĩa vụ tài chính về đất. Mỗi 10% tăng thêm của chi phí đất tại hai dự án này tương đương hàng nghìn tỷ đồng vốn đối ứng bổ sung, ảnh hưởng trực tiếp nhu cầu vốn và tiến độ triển khai.
3 · Rủi ro chính sách & thị trường Chính sách đất đai đang trong giai đoạn chuyển tiếp – bảng giá đất mới, định giá tiền sử dụng đất, thủ tục điều chỉnh quy hoạch – có thể kéo dài tiến độ pháp lý Tân Tạo, Phong Phú 2 và BT Mả Lạng, trực tiếp lùi lịch mở bán và ghi nhận doanh thu. Cùng lúc, lãi suất vay mua nhà đã nhích lên 8,5% (Q4/2025) và được đánh giá khó giảm trong H2/2026 – sức chi trả của người mua suy yếu có thể hạ tỷ lệ hấp thụ tại Gladia cao tầng và The Solina, kìm dòng tiền chính của giai đoạn 2026–2027.	4 · Pha loãng & chia sẻ lợi nhuận với cổ đông thiểu số Cổ tức bằng cổ phiếu 10%/năm liên tục 5 năm cùng ESOP hằng năm (2026: ~10,9 triệu CP giá 12.000 đồng – chiết khấu ~43% thị giá) khiến EPS pha loãng đều đặn; số cổ phiếu lưu hành đã tăng 94% từ 2020. NPATMI 2025 chỉ bằng 64% LNST hợp nhất do lợi ích cổ đông thiểu số tại liên doanh Keppel; nếu cấu trúc liên doanh mở rộng sang dự án mới, NPATMI sẽ tiếp tục bị nén dù LNST không đổi.

Nhìn chung, rủi ro của KDH mang tính đặc thù của một chủ đầu tư thuần TP.HCM đang bước vào pha đầu tư cao điểm: **đòn bẩy và dòng tiền là biến số ngắn hạn, tiền sử dụng đất tại các đại dự án là biến số trung hạn**. Thương hiệu pháp lý sạch, tồn kho sẵn sàng chuyển hóa và lịch đáo hạn nợ giãn xa tạo tấm đệm tốt; nhà đầu tư nên theo dõi sát tiến độ mở bán, đòn bẩy và tiền sử dụng đất tại các đại dự án.

Bảng chỉ số tài chính tổng hợp (2021A–2025A · Q1/2026)

Chỉ số	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	Q1/2026 ^(*)
BIÊN LỢI NHUẬN						
Biên lợi nhuận gộp	48,0%	50,1%	76,0%	53,1%	59,2%	65,0%
Biên EBITDA	37,9%	27,8%	58,2%	40,3%	46,7%	32,2%
Biên PAT	32,2%	37,2%	35,0%	24,5%	35,0%	116,2%
Biên NPATMI	32,2%	37,9%	34,3%	24,7%	22,5%	100,0%
HIỆU QUẢ VỐN & ĐÒN BẨY						
ROE (%)	13,1%	10,1%	5,7%	5,3%	5,8%	6,6%
ROA (%)	8,5%	6,1%	3,0%	2,8%	3,2%	3,4%
Nợ vay / VCSH (D/E)	0,25x	0,57x	0,41x	0,36x	0,48x	0,71x
VỐN & KHẢ NĂNG TRẢ NỢ						
VCSH / Tổng tài sản	71,1%	54,8%	58,6%	63,2%	62,1%	54,0%
Khả năng thanh toán hiện hành	6,0x	5,9x	4,6x	6,9x	9,0x	11,0x
Khả năng thanh toán nhanh	2,5x	2,3x	1,1x	1,6x	2,4x	2,4x
Nợ vay / EBITDA	1,8x	8,4x	5,2x	5,4x	4,7x	7,4x
Nợ ròng / EBITDA	0,8x	4,9x	2,1x	2,8x	3,4x	5,6x
ĐỊNH GIÁ						
P/E (x)	32,5x	20,3x	40,7x	45,4x	33,8x	16,8x
P/B (x)	3,8x	1,9x	2,2x	2,1x	1,9x	1,1x
EV/EBITDA (x)	21,7x	31,3x	26,6x	25,1x	17,6x	16,7x
EPS (đồng)	1.071	982	637	722	931	1.073
Giá trị sổ sách/CP – BVPS (đồng)	9.076	10.298	11.985	15.500	16.505	16.756

Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Công ty · TCBS TCA · Bộ phận Phân tích TCBS

(*) Cột Q1/2026: biên lợi nhuận tính theo số quý; biên PAT và biên NPATMI vượt/chạm mốc 100% do ghi nhận lãi mua rẻ từ hợp nhất An Lập (285 tỷ đồng) trên nền doanh thu thuần quý 281 tỷ đồng. ROE, ROA, EPS tính trên kết quả 4 quý gần nhất (TTM); Nợ vay/EBITDA và Nợ ròng/EBITDA dùng EBITDA TTM (~2.069 tỷ đồng). Nhóm chỉ số định giá theo giá đóng cửa cuối kỳ (Q1/2026: ngày 31/03/2026) – khác với P/B 1,3 lần theo giá spot ngày 28/07/2026 nêu trong báo cáo; nguồn TCBS TCA.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **[Đăng ký](#)**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.