Báo cáo cổ phiếu: KDH

Sinh tồn, quỹ đất và định giá theo chu kỳ

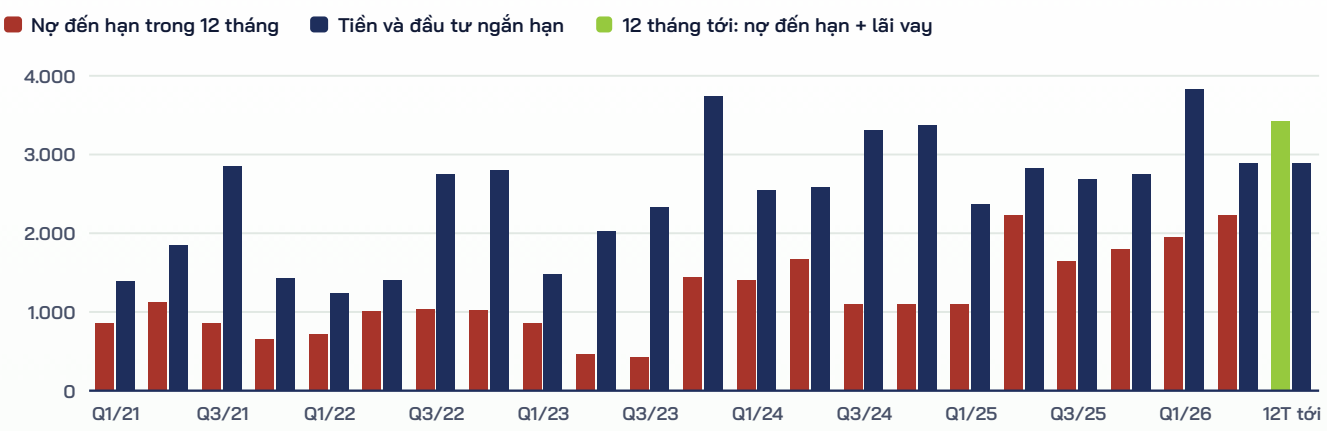
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) · BCTC hợp nhất đến Q2/2026, giá đến 25/09/2026, lãi suất NHNN (kho AAS) · Thông tin dự án: BCTN 2025, ĐHĐCĐ 2026, báo chí · **Phát hành bởi AAS Research**

SINH TỒN 12T	TIỀN / NỢ ĐẾN HẠN	LNST MẸ Q3 / Q4F	CẢ NĂM 2026F	P/B · GIÁ	RNAV/CP CƠ SỞ
Qua được	1,30x	50 / 217 tỷ	1.298 tỷ	0,95x	14,4k
Không trái phiếu	Nợ NH 13% tổng nợ	Kịch bản cơ sở	87% kế hoạch	15,7 nghìn đ (25/09)	5,9k – 20,4k

KẾT LUẬN

KDH qua được giai đoạn thắt chặt: không còn trái phiếu, nợ đến hạn 12 tháng chỉ 13% tổng nợ và bằng 0,77 lần tiền mặt. **Rủi ro nằm ở chi phí giữ đất.** Nợ vay tăng từ 2,6 lên 16,7 nghìn tỷ kể từ 2021 để gom đất, 97% lãi vay được vốn hóa vào tồn kho, và 64% giá trị quỹ đất đang chờ tiền SDĐ. Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2026 (1.031 tỷ) gần như hoàn toàn đến từ các khoản kế toán: lãi mua rẻ An Lập và đánh giá lại khi mất quyền kiểm soát Clarita. Lợi nhuận lõi chỉ khoảng 33 tỷ. P/B 0,95x thấp nhất lịch sử và gần bằng RNAV cơ sở, nhưng lãi vay mua nhà vẫn đang tăng. **Đề xuất: theo dõi, tích lũy dần ở vùng 12 – 13 nghìn đ.**

1 Kiểm tra sinh tồn: nợ đến hạn 12 tháng so với tiền mặt



Nguồn: kho AAS – financial_statement_lines (BCTC hợp nhất KDH, FiinPro). BCTC chỉ tách "trong 12 tháng" và "sau 12 tháng", chưa có lịch trả theo quý.

Nguồn / sử dụng tiền 12T tới (tỷ)	Cơ sở	Bán chậm	Đóng băng
Tổng nguồn (tiền + thu bán hàng)	7.842	5.627	3.412
Tổng sử dụng (nợ + lãi + chi phí + xây dựng)	6.376	5.881	3.901
Thừa / (thiếu) trước vay mới	1.466	−254	−489
Độ phủ	**1,23x**	**0,96x**	**0,87x**

Đóng băng: không thu tiền bán hàng, ngừng xây mới, ngân hàng không đảo nợ. Lãi vay 7,2%/năm trên dư nợ 16,7 nghìn tỷ.

So sánh (30/06/2026)	Tiền / nợ NH	Nợ ròng / VCSH	NMTT / tồn kho	P/B
KDH	1,30x	0,69x	1%	0,95x
NLG	6,78x	−0,07x	38%	0,87x
DXG	2,41x	0,03x	26%	0,90x
DIG	8,01x	−0,42x	47%	0,76x
PDR	1,93x	0,37x	0%	0,90x
NVL	0,79x	0,75x	16%	0,55x
VHM	1,07x	1,08x	37%	1,09x

- **Trái phiếu: 0 đồng.** Hai lô cuối (1.200 tỷ) đã tất toán đúng hạn năm 2025; không gia hạn, không hoán đổi, không trả nợ bằng tài sản.
- **CFO lũy kế từ 2022: −9,9 nghìn tỷ;** tồn kho tăng 15,8 nghìn tỷ cùng kỳ.

NMTT: người mua trả tiền trước. KDH xây xong nhà thấp tầng rồi mới bán nên NMTT thấp (1%) là do mô hình kinh doanh. Riêng cao tầng (The Privia, Gladia Heights) vẫn bán nhà hình thành trong tương lai.

2 Quỹ đất và mức độ sạch pháp lý

Dự án	Quy mô	Sở hữu	Pháp lý	Bán / bàn giao	Sổ sách ước tính (tỷ)
Gladia thấp tầng (Emeria/Clarita)	11,8 ha, 226 căn	50,85% / 48,95%	Có sổ; đã giao khoảng 76 căn	2025 – 2027	560 + 1.144
Gladia Heights	616 căn	50,85%	GCN, bảo lãnh VietinBank	Bán 08/2026, giao cuối 2027	1.800
The Solina (11A)	16,4 ha	100%	GĐ1 đã đóng tiền SDĐ	Cuối 2026 – 2029	1.500
An Lập	8,2 ha	99%	GCN, 1/500	Chưa công bố	5.445
KCN Lê Minh Xuân MR	89,6 ha GĐ1	100%	Đã trả tiền thuê đất 2.689 tỷ	Cuối 2026 – 2030	1.933
Khu nhà ở Bình Trưng	18,2 ha	100%	Chờ tiền SDĐ	Mở bán 2027 (KH)	3.500
Tân Tạo – Khu A	330 ha	100%	1/500; GPMB khoảng 85%; chờ tiền SDĐ	Sau 2028	8.684
Phong Phú 2 và khác	–	100%	Chờ tiền SDĐ	Từ 2027	7.999

Cơ cấu giá trị sổ sách tồn kho và XDCB dở dang theo pháp lý

Nghìn tỷ đồng



Nguồn: AAS ước tính từ BCTC và thông tin dự án.

Khoảng 36% giá trị sổ sách tồn kho và XDCB dở dang (11,2 nghìn tỷ) đã có pháp lý đầy đủ, có thể bán hoặc cho thuê ngay. 64% (20,2 nghìn tỷ) đang chờ tiền SDĐ theo bảng giá và hệ số K mới (hiệu lực 01/07/2026). Giá trị sổ sách từng dự án là ước tính, trừ An Lập và Tân Tạo.

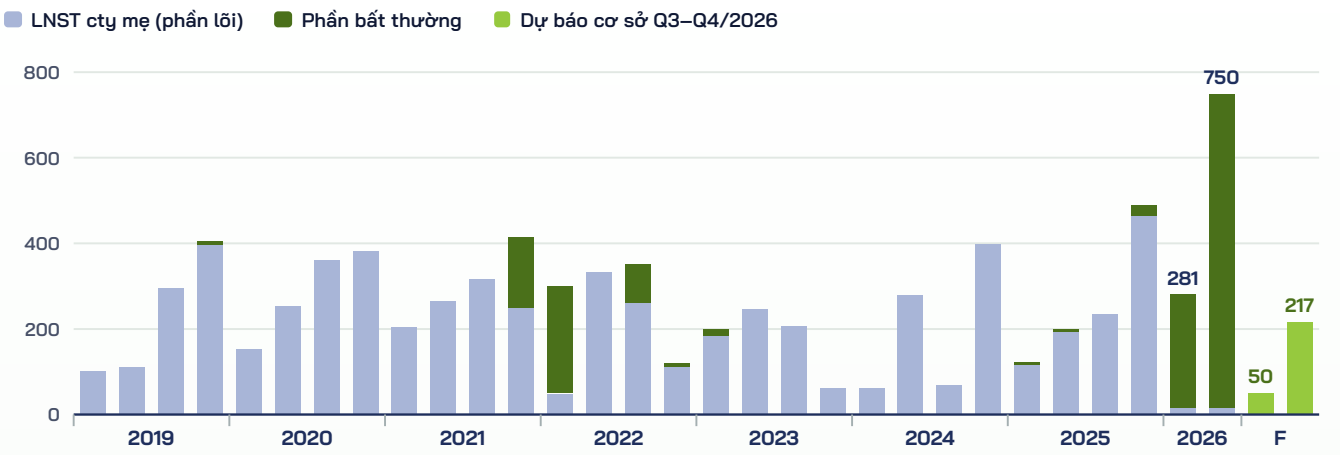
3 Kiểm tra sức khỏe tài chính 2021 – 2025

Mã	LNST	CFO	Phải thu ngoài BH / VCSH	NMTT / tồn kho	Bất thường / LNTT	Lãi vay vốn hóa	Vốn góp mới / LNST
VHM	180.050	68.900	108%	72%	33%	15%	0,04x
NVL	3.589	−18.948	120%	13%	178%	89%	1,48x
NLG	5.478	−1.726	15%	34%	21%	38%	0,98x
KDH	5.447	−10.271	20%	3%	7%	99%	0,85x
DXG	3.327	−3.528	66%	40%	20%	2%	2,05x
PDR	4.374	−10.148	42%	1%	57%	25%	0,77x
DIG	2.001	325	46%	48%	43%	–	1,88x

KDH không cho vay ra ngoài, phải thu ngoài bán hàng chủ yếu là tiền cọc M&A (An Lập, An Vinh Phát). Điểm yếu: lãi vay vốn hóa 99%, và năm 2026 lợi nhuận bất thường chiếm khoảng 100% LNTT 6 tháng.

4 Dự báo lợi nhuận theo lịch bàn giao

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý: lõi và bất thường



Nguồn: kho AAS – BCTC hợp nhất KDH; dự báo Q3, Q4/2026 theo mô hình bàn giao. Phần bất thường do AAS tách.

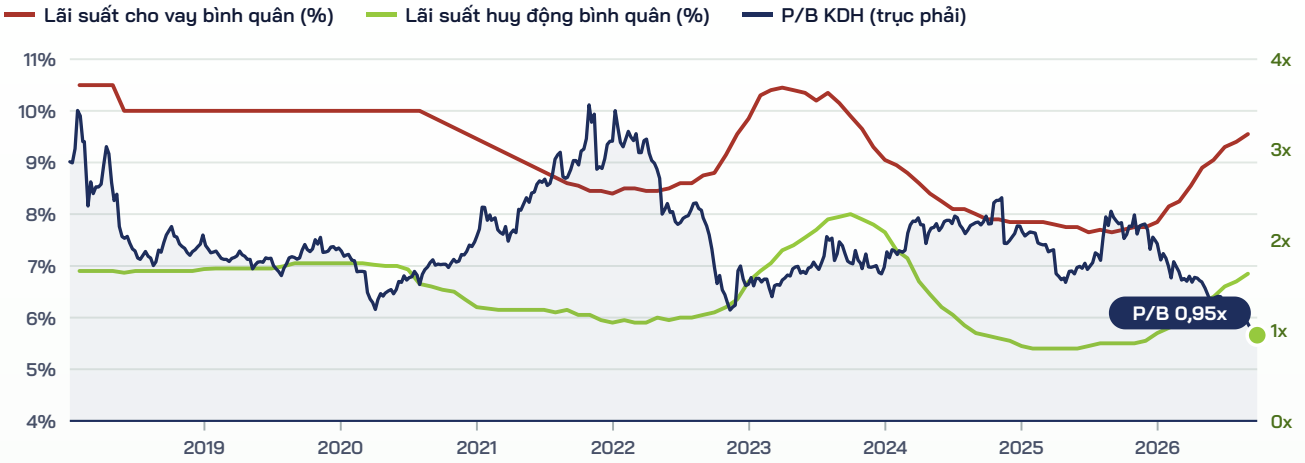
Tỷ đồng	Thấp	Cơ sở	Cao
Căn bàn giao Q3 / Q4	6 / 10	12 / 22	18 / 35
Doanh thu Q3	134	220	456
Doanh thu Q4	171	640	1.152
LNST mẹ Q3/2026	−23	50	152
LNST mẹ Q4/2026	8	217	425
Cả năm 2026 (H1: 1.031)	**1.017**	**1.298**	**1.609**

Doanh thu = số căn thấp tầng Gladia bàn giao × khoảng 40 tỷ/căn + KCN Lê Minh Xuân
LNST mẹ = LN lõi × 80% + 48,95% LN Clarita (liên kết) − 49,15% LN Emeria (Keppel)

Mô hình thống kê sai số 51 – 85% (MAPE) và dự báo Q3 là 538 tỷ vì coi khoản 875 tỷ bất thường là lặp lại. Doanh thu lớn trở lại từ 2027: Gladia Heights khoảng 6.000 tỷ (đã bán hơn 90%), Solina khoảng 7.000 tỷ.

5 Chu kỳ lãi suất và P/B

Lãi suất NHNN và P/B KDH



Nguồn: kho AAS – macro_indicator_hist (NHNN: lãi suất cho vay và huy động bình quân); P/B từ ohlcv_daily (giá gốc dựng lại trước 02/10/2023) và BCTC.

6 RNAV lai theo chu kỳ (đồng/cp, 1.122,2 triệu cp)

Cấu phần (tỷ, KDH hưởng)	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
NPV dự án có pháp lý (Gladia, Solina, Bình Trưng, KCN)	7.069	12.196	14.726
Quỹ đất theo sổ sách sau haircut (Tân Tạo, An Lập, PP2)	13.387	17.813	22.128
Tài sản thuần khác (đã trừ toàn bộ nợ vay) và chi phí quản lý	–13.798	–13.874	–13.931
RNAV (tỷ)	**6.658**	**16.134**	**22.924**
RNAV / cp	**5.933**	**14.377**	**20.427**
So với giá 15.700 đ	–62%	–8%	+30%

Tiêu cực: giá bán phần chưa bán –15%, chậm 2 năm, chiết khấu 16%, haircut quỹ đất chờ tiền SDĐ 30 – 45% (tương đương mức chiết khấu RNAV 30 – 50%). Cơ sở: 13%, haircut 10 – 25%. Tích cực: giá +10%, chiết khấu 11%, không haircut. Dự án có pháp lý và tiến độ rõ được tính NPV; quỹ đất chờ tiền SDĐ tính theo giá sổ sách trừ haircut.

KHUYẾN NGHỊ

Theo dõi, tích lũy dần

VÙNG TÍCH LŨY
12,0 – 13,0 nghìn đ

MỤC TIÊU 1 / 2
17,5 / 20,5 nghìn đ

XEM LẠI NẾU
< 11,0 nghìn đ

Vùng tích lũy: P/B 0,72 – 0,78x, bằng RNAV bình quân gia quyền (khoảng 13,1 nghìn). Mục tiêu 1: P/B khoảng 1,05x. Mục tiêu 2: RNAV tích cực, gần đáy P/B 2022 (1,22x). Sau ngày giao dịch không hưởng quyền cổ tức 10% bằng cổ phiếu, chia các mức giá cho khoảng 1,1.

Cách giao dịch: theo chu kỳ định giá, 6 – 24 tháng, mua chia phần

Bước	Điều kiện	Tỷ trọng
Mua phần 1	P/B ⩽ 0,8x (khoảng 12 – 13 nghìn đ)	1/3
Mua phần 2	Lãi suất huy động 3 tháng ngừng tăng, hoặc người mua trả trước Q3 trên 1.000 tỷ	1/3
Mua phần 3	Có quyết định tiền SDĐ Bình Trưng, Solina bán trên 50% đợt đầu, hoặc vay mua nhà dưới 10%	1/3
Bán 1/2 / bán hết	P/B 1,3 – 1,5x / z-score P/B ⩾ +1 (khoảng 2,2x), hoặc P/E lõi trên 35x	–

Backtest 09/2019 – 09/2026: mua và giữ CAGR 0,9%, sụt giảm −63%; P/B ⩽ 1,5x mua, ⩾ 2,2x bán: CAGR 14,7% (4 lệnh); thêm bộ lọc lãi suất: CAGR 13,0%, sụt giảm −13% (2 lệnh; bộ lọc này bỏ lỡ đáy 11/2022). Hiện tại P/E lõi 24,6x (trung vị 23,3x), lãi suất huy động 3 tháng +0,45 điểm % nên mới chỉ nên chờ mua phần 1. Mẫu chỉ có 2 – 4 lệnh mỗi quy tắc.

+ Yếu tố hỗ trợ

- Không có trái phiếu; nợ chủ yếu là vay dự án dài hạn.
- Gladia Heights bán hơn 90% trong số khoảng 500 căn, gần 4.000 tỷ; tiền thu theo tiến độ khoảng 2,7 nghìn tỷ trong 12 tháng.
- Đối tác Keppel; Dragon Capital và VinaCapital mua ở giá 27.250 đ (2024); nội bộ mua 20 triệu cp (7 – 8/2026).
- P/B thấp nhất lịch sử; giá trị doanh nghiệp bằng 1,0x giá vốn quỹ đất.

− Rủi ro

- Lãi vay mua nhà khoảng 10,9% (+2 – 3 điểm % so với Q2); hấp thụ sơ cấp tháng 8 chỉ 11% (DKRA).
- Chi phí giữ đất khoảng 1,2 nghìn tỷ/năm; chậm 2 năm làm RNAV giảm khoảng 1.600 đ/cp.
- Tiền SDĐ Bình Trưng, Tân Tạo, Phong Phú 2 theo hệ số K mới chưa xác định.
- Pha loãng khoảng 11% năm 2026; lợi nhuận 2026 phụ thuộc vào các khoản kế toán.

MỐC THEO DÕI (1) BCTC Q3/2026 (cuối tháng 10): người mua trả trước trên 1.000 tỷ, nợ vay không tăng. (2) Lãi suất huy động ngừng tăng 2 – 3 tháng, vay mua nhà dưới 10%. (3) Hấp thụ sơ cấp trên 30%/tháng. (4) Quyết định tiền SDĐ Bình Trưng không vượt khoảng 3 nghìn tỷ. (5) Solina bán trên 50% thấp tầng đợt đầu.

AAS | RESEARCH
Báo cáo do AAS Research thực hiện, dựa trên kho dữ liệu AAS (BCTC, giá, vĩ mô) và mô hình dự báo của AAS Research. Tài liệu chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải lời mời mua hoặc bán chứng khoán.